PERSPECTIVAS DEPEC 2018

O CRESCIMENTO DA ECONOMIA BRASILEIRA 2018-2023

ABRIL 2018

Este documento foi elaborado por Guilherme Tinoco e Fabio Giambiagi, respectivamente economista e economista-chefe do Departamento de Pesquisa Econômica do BNDES.

Sumário executivo

Este documento apresenta uma trajetória para a evolução do produto interno bruto (PIB) na forma de um exercício de consistência que considera a existência, na economia brasileira, de um hiato inicial do produto que iria se fechando progressivamente ao longo do horizonte de referência adotado, até o ano de 2023.

A dinâmica do crescimento, em que pese a intensidade da queda observada do PIB no biênio 2015-2016, será afetada pela queda muito mais intensa do investimento nesse mesmo período, que, com a redução adicional observada em 2017, alcançou -27% no acumulado de quatro anos: 2014-2017.

Consequentemente, o crescimento do produto potencial previsto para 2018 é de apenas 1,7%.

Assim sendo, mesmo com um hiato inicial representando um grau de ociosidade de 4,5% em 2017, o maior crescimento do PIB, com uma taxa inicial prevista em 2,5% para 2018, provocaria um encolhimento gradual do hiato do produto ao longo de seis anos.

Considera-se que a formação bruta de capital fixo (FBCF) teria um crescimento de 6% em 2018 e de 7% ao ano nos cinco anos posteriores, de modo que a taxa de investimento em 2023 alcançaria 19,5% do PIB.

Isso posto, considera-se um crescimento do PIB compatível com a vigência de um hiato do produto que seja, por hipótese, eliminado até 2023, o que corresponde a um crescimento do PIB a taxas gradualmente crescentes, até alcançar 3,4% em 2023.

O cenário adotado contempla um crescimento médio anual, na média dos seis anos entre 2018 e 2023, de 4,3% das exportações reais nas contas nacionais, de 5,7% das importações e de 0,8% do consumo do governo, no contexto de vigência de uma forte restrição fiscal.

No cenário adotado, o consumo das famílias, nos seis anos compreendidos entre 2018 e 2023, poderia ter uma expansão real média de 2,8% ao ano.

Pode-se concluir que, no período considerado, os números apresentados sugerem que a economia brasileira encontra-se em condições de crescer a um ritmo da ordem de 2,5% a 3,0% sem o surgimento de maiores pressões inflacionárias.

Alternativamente, o texto apresenta um cenário com trajetória diferente para o PIB. Nele, o crescimento é inicialmente maior, seguindo as expectativas do *Boletim Focus*, mas depois cede ligeiramente. Ao fim do período contemplado, o hiato não se fecha completamente.

Assume-se que essa realidade, a qual pressupõe a continuidade do programa de reformas, com maior abertura da economia, obediência ao teto de gastos e realização de uma reforma da Previdência Social em 2019, seria consistente com a observação de novas quedas das taxas de juros reais longas da economia brasileira, com as taxas de cinco anos – que foram em média de 5,8% reais durante 2016-2017 – podendo cair até 3% em 2023, e as taxas reais de 25 anos podendo chegar a 3,5% no fim de 2023.

Nesse caso, a demanda por recursos do BNDES seria prejudicada por uma ligeira elevação do componente real da Taxa de Longo Prazo (TLP), uma vez que se aproximasse paulatinamente das taxas de mercado. Contudo, o fator que predominaria na dinâmica da demanda por recursos da instituição seria o incremento do investimento, que acumularia um crescimento de 40% nos próximos cinco anos.

Sumário

1. Introdução[1]

O ano de 2017 marcou, para a economia brasileira, o início da recuperação econômica, após a severa recessão que caracterizou o biênio 2015-2016. Com o bom desempenho do consumo das famílias, o PIB cresceu 1%, deixando boas perspectivas para 2018, quando a economia finalmente poderá voltar a crescer cerca de 2,5%.

Apesar disso, a recuperação em curso não significa necessariamente o prenúncio de um crescimento sustentável para os próximos anos. No curto prazo, a economia pode crescer com maior rapidez ao ocupar a grande ociosidade existente, tanto no mercado de trabalho como na utilização da capacidade instalada. No longo prazo, entretanto, o crescimento econômico dependerá, cada vez mais, dos ganhos de produtividade.

A tarefa não é fácil. A economia brasileira ainda conta com uma série de gargalos que acabam limitando o crescimento sustentável. De fato, a produtividade pouco evoluiu nas últimas décadas, mesmo em período de maior crescimento econômico, como nos anos 2000. Assim, o desafio inclui enfrentar os gargalos hoje existentes, abrindo espaço para um maior crescimento no médio e longo prazo.

Quais são esses gargalos? Primeiramente, destacam-se os estruturais, que incluem o sistema tributário disfuncional, o ambiente negativo de negócios, o baixo grau de abertura comercial, a precária qualidade da infraestrutura e o nível insuficiente de educação e capital humano. Em todas essas dimensões, existem limitações profundas, já bastante conhecidas, que colocam o Brasil, muitas vezes, atrás de outros países emergentes. Em um mundo globalizado e competitivo, deixar de superar tais limitações é um convite a uma estagnação econômica prolongada.

Outro gargalo importante diz respeito às finanças públicas. Após anos de relativa tranquilidade, a dívida pública, na década atual, voltou a causar preocupação, tendo crescido mais de vinte pontos percentuais em um curto espaço de quatro anos. A perspectiva tampouco é animadora, uma vez que o envelhecimento populacional dos próximos anos fará com que as despesas públicas sejam bastante pressionadas pelos gastos previdenciários. Dessa maneira, além do crescente risco fiscal, o maior gasto

---

[1] Os autores agradecem os comentários de Gilberto Borça Jr. e Maurício Furtado, economistas do Departamento de Pesquisa Econômica, a uma versão preliminar do artigo, isentando-os, naturalmente, dos erros porventura remanescentes na versão final do texto.

com aposentados diminuirá o espaço disponível para outros tipos de gastos, como o investimento público.

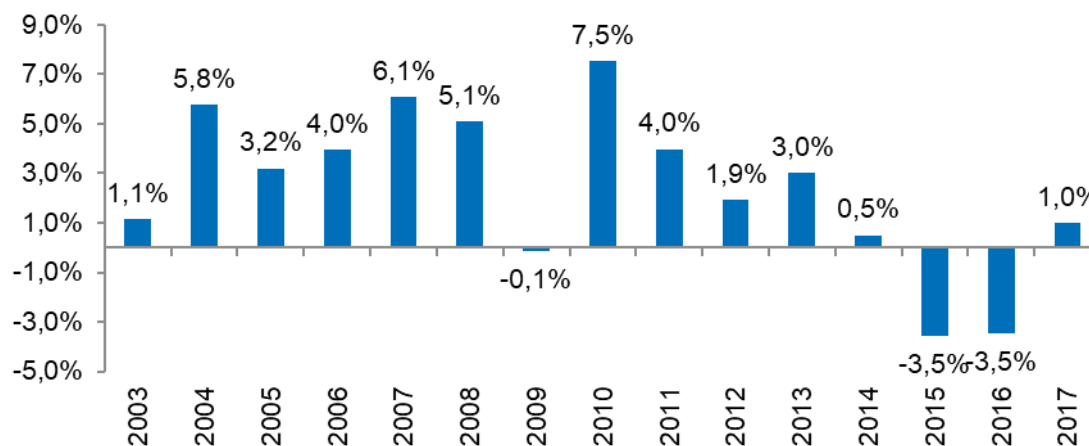
Alguns desses aspectos já começaram a ser enfrentados recentemente. No caso das contas públicas, por exemplo, a aprovação do teto de gastos teve como resultado a redução dos riscos fiscais, embora o insucesso na aprovação da reforma da Previdência tenha deixado um grande desafio pela frente. Outras medidas para diminuir alguns dos gargalos estruturais foram adotadas, como a reforma trabalhista, a revisão de políticas de conteúdo local no setor de óleo e gás e a criação da TLP, que reduz o gasto fiscal com operações de crédito direcionado.

Apesar disso, o caminho é longo: ainda há muito a ser feito. Dependendo do sucesso nessa caminhada, poderemos ter melhores taxas de crescimento nos próximos anos.

O presente documento busca contribuir para essa reflexão sobre a economia brasileira e está organizado da seguinte forma: na segunda seção, analisa-se o desempenho recente da economia brasileira; na terceira, são apresentadas as principais reformas do governo atual. Na quarta, apresentam-se os principais gargalos estruturais hoje existentes para a economia brasileira. Na quinta seção, apresenta-se a dimensão do desafio fiscal. Na sexta, analisa-se a questão previdenciária. Na sétima seção, discute-se a dinâmica do produto potencial. Na oitava, estabelecem-se algumas hipóteses para o futuro e, a partir delas, apresentam-se, na nona seção, cenários possíveis para a economia brasileira até 2023. Na décima seção, discute-se um possível cenário para as taxas de juros longas em comparação com a parcela real da TLP. Por fim, seguem as considerações finais.

2. Desempenho recente da economia brasileira

Nos últimos anos, a economia brasileira foi marcada por uma forte recessão, após um ciclo de crescimento econômico considerável. O Gráfico 1 apresenta as taxas de crescimento de 2003 a 2017.

Gráfico 1 – Taxa de crescimento do PIB – 2003 a 2017

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de IBGE – Contas Nacionais Trimestrais.

De maneira geral, a partir dos dados apresentados no Gráfico 1, é possível identificar três períodos distintos, além do ano de 2017, que marca o início da recuperação. No primeiro deles, entre 2003 e 2008, houve um crescimento bastante satisfatório, em que a taxa média ficou em 4,2% ao ano.

No segundo período, entre 2009 e 2014, ainda houve aumento de produto, mas já se percebia uma desaceleração de ritmo, com exceção de 2010, ano marcado pela recuperação após a recessão em 2009, bastante influenciada pela crise internacional. O crescimento médio no período já foi bem menor, de 2,8% ao ano.

O último período, entre 2015 e 2016, foi caracterizado pela acentuada recessão, acumulando perda superior a 7% para o PIB e a 8% para o PIB *per capita*.

Na sequência, analisa-se brevemente cada uma dessas três fases, além da recuperação verificada em 2017.

2.1 O crescimento 2003-2008

Ao longo do primeiro período, a taxa média de crescimento ficou em 4,2%. Assim, o desempenho da economia, em termos de crescimento, foi bastante positivo. O período foi marcado pela melhoria no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego caindo de 10,2%, em 2002, para 8,1%, em 2008,[2] e pelo aumento na parcela de emprego formal.

Outra característica do crescimento entre 2003 e 2008 foi o desempenho do mercado de crédito. Reformas importantes foram realizadas e, juntamente com a melhoria do cenário macroeconômico, possibilitaram um considerável aumento do crédito em relação ao PIB, que passou de 25,8% do PIB em 2002 para 39,7% do PIB em 2008.

Em relação à política econômica, o tripé macroeconômico se consolidou, com destaque para as contas públicas.[3] O superávit primário médio no período foi de 3,4% do PIB, o que possibilitou, junto com o crescimento econômico, a queda dos indicadores de dívida, além da melhoria em seu perfil (destaca-se, por exemplo, a diminuição da parcela da dívida indexada ao câmbio).[4]

É importante ressaltar que parte do desempenho econômico no período pode ser creditada ao ambiente externo. O mundo crescia, não só liderado por países desenvolvidos, mas também com grande contribuição da China. Esse cenário favoreceu o aumento no preço das *commodities*, beneficiando vários países exportadores, incluindo o Brasil.

Quanto à produtividade, a análise convencional, a partir da abordagem da função de produção, sugere que foi também um período, apesar de curto, de crescimento razoável. Embora a evolução do PIB tenha sido majoritariamente explicada pelo aumento da população ocupada, as medidas de produtividade se recuperaram.

Tanto a produtividade do trabalho quanto a produtividade total dos fatores (PTF) parecem ter crescido em torno de 1% ao ano, um número razoável principalmente levando-se em conta o desempenho da produtividade nos anos 1990 e sobretudo nos anos 1980.[5]

---

[2] Considerando os dados retropolados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC/IBGE), disponibilizados pela LCA Consultores (LCA CONSULTORES, 2015).
[3] Por tripé macroeconômico se entende a combinação do regime de metas de inflação, metas para o superávit primário e câmbio flutuante.
[4] A dívida líquida do setor público passou de 59,9% do PIB, em dezembro de 2012, para 37,6% do PIB, em dezembro de 2008.
[5] Esse número foi obtido com base nos trabalhos de Bonelli (2014), Bonelli e Bacha (2013), Bonelli e Velloso (2012), Ellery Jr. (2013) e Ferreira e Velloso (2013) para a PTF. Para a produtividade do trabalho, tomou-se como base Cavalcante e De Negri (2014), Bonelli (2014), Bonneli e Velloso (2012) e Squeff (2012). Como as janelas temporais diferem um pouco trabalho a trabalho, trata-se de um cálculo aproximado. Para conhecer uma compilação desses trabalhos, ver De Negri e Cavalcante (2014).

2.2 O crescimento 2009-2014

O período seguinte, de 2009 a 2014, com crescimento médio de 2,8% ao ano, foi marcado, em uma primeira etapa, pelos efeitos da crise internacional e pela rápida recuperação do Brasil. Em seguida, o período se caracterizou pela desaceleração do crescimento, que pode ser atribuída tanto ao ambiente externo mais conturbado como também a uma série de medidas intervencionistas, apresentadas pelo Governo Federal na época, com o intuito de evitar uma desaceleração ainda maior da economia brasileira.

De fato, nos anos de 2011 e 2012, a economia dava mostras de superaquecimento, mas o governo reforçou a aposta nas políticas de estímulo fiscal e monetário. Entre elas, destacam-se o forte aumento do crédito público, as desonerações tributárias a vários setores da economia, o congelamento de preços administrados, a intervenção no setor elétrico, a adoção de uma política fiscal mais expansionista (com redução progressiva de superávits primários e adoção de controversos critérios de contabilidade) e uma política monetária menos preocupada com o alcance da meta inflacionária.

A despeito da desaceleração do crescimento, as taxas positivas possibilitaram a melhoria de alguns dos indicadores macroeconômicos, principalmente no que se refere ao mercado de trabalho. A taxa de desemprego, que havia atingido 8,1% na média de 2008, reduziu-se ainda mais, ficando em 6,8% na média de 2014.

Contudo, os desequilíbrios na economia se acumularam. A inflação se manteve persistentemente próxima ao limite superior da banda, mesmo com as políticas de controle de preços. O déficit em conta corrente chegou a 4,2% do PIB. Por fim, os dados fiscais se deterioraram progressivamente: o superávit primário médio caiu de 3,4% do PIB, entre 2003 e 2008, para 1,7% do PIB, entre 2009 e 2014, já considerando o déficit primário de 2014 – o primeiro desde 1997.

Apesar do crescimento do PIB, trabalhos que buscam mensurar a evolução da produtividade sugerem que houve uma considerável desaceleração em seu crescimento nesse período. Um exemplo é Barbosa Filho (2014), cujas estimativas seguem na Tabela 1. Uma das interpretações possíveis nesse sentido é que estivesse havendo uma má alocação do capital, reduzindo não só a produtividade da economia, mas também as perspectivas de crescimento futuro, ou o chamado produto potencial do país.

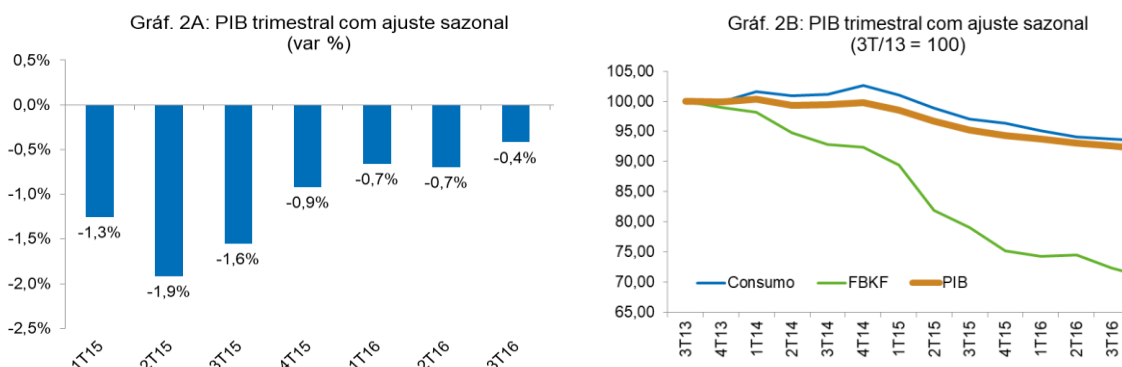
Tabela 1 – Produtividade do trabalho e PTF – crescimento médio anual por período

Período	Produtividade do trabalho	PTF
2003-2006	2,4	2,0
2006-2010	2,8	2,1
2010-2013	1,8	0.4

Fonte: Barbosa Filho (2014).

2.3 A recessão de 2015 e 2016

A partir dos anos 2015 e 2016, a deterioração dos cenários político e econômico produziu uma das maiores recessões da história econômica brasileira. Em termos anuais, os recuos foram de 3,5%, tanto para 2015 como para 2016. Em termos trimestrais, houve queda em todos os trimestres, com destaque negativo para o segundo trimestre de 2015, quando a economia contraiu 1,9% (Gráfico 2A).

Gráfico 2 – PIB e FBCF – nível e variação

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de IBGE – Contas Nacionais Trimestrais.

Entre os componentes de demanda, a queda foi liderada pelo investimento (FBCF) e difundida em seus dois principais componentes: máquinas e equipamentos e construção civil. Vale destacar, inclusive, que a queda do investimento precedeu a queda do produto, já que começou a cair no último trimestre de 2013. Ao fim de 2016, o nível do investimento estava cerca de 30% abaixo dos níveis apresentados no fim de 2013, como mostra o Gráfico 2B.

Vários fatores ajudam a explicar uma queda tão intensa do investimento (e também do produto). Em primeiro lugar, é importante lembrar que, desde 2011, a economia brasileira se desacelerou, em parte por uma piora da economia global, mas também por

um esgotamento do ciclo de crescimento anterior, que vinha desde o início dos anos 2000, como exposto anteriormente.

Em segundo lugar, as contas públicas se deterioraram bastante no período, implicando piora de resultados primários e aumento de dívida pública. Como consequência disso, havia, no início de 2015, certo temor em relação à possibilidade de perda do grau de investimento, o que fez com que o governo implementasse um plano de ajuste fiscal.[6]

Em terceiro lugar, com a descompressão dos preços administrados, realizada no início de 2015, houve também um aperto da política monetária, com o objetivo de tentar evitar que a inflação extrapolasse a meta. Assim, a elevação das taxas de juros também contribuiu para influenciar negativamente a atividade e o investimento.

Por fim, destaca-se ainda a influência de fatores institucionais na piora da atividade econômica. Por um lado, os avanços da Operação Lava-Jato impactaram as operações de várias empresas nacionais, atingindo principalmente os setores da construção civil e de óleo e gás. Por outro lado, a incerteza relacionada ao processo político prejudicou bastante o ambiente econômico ao se manter demasiadamente elevada e por muito tempo.[7]

A profunda retração econômica do período causou deterioração de todo o cenário macroeconômico, prejudicando as empresas e famílias, com impacto em uma série de indicadores. No mercado de trabalho, por exemplo, a piora foi bastante intensa. A taxa de desemprego média, que ficou em 6,8% em 2014, subiu constantemente em 2015 e 2016, situando-se em 11,3% nesse último ano. Entre 2015 e 2016, foram destruídas mais de três milhões de vagas formais de emprego, a maioria na indústria (928 mil) e na construção civil (775 mil). Esse cenário, obviamente, contribuiu para reforçar a queda do consumo das famílias.

2.4 A recuperação de 2017

Em 2017, finalmente a economia interrompeu a série de dois anos (ou oito trimestres) de queda do PIB. O crescimento foi de 1%, com alta em todos os trimestres ao longo do ano.

Vários fatores contribuíram para isso, destacando-se a política monetária cada vez mais expansionista, a safra agrícola extremamente positiva e também um contexto

[6] Apesar de todo o esforço, não foi possível evitar a perda do grau de investimento, ocorrida em setembro de 2015.
[7] Para os efeitos da incerteza na atividade, ver Barboza e Zilberman (2018).

internacional favorável, além da confiança dos agentes na política econômica executada pelo novo governo.[8] A Tabela 2 apresenta o crescimento em 2017 (juntamente com o de anos anteriores) pelos componentes de demanda e componentes de oferta.

Tabela 2 – Evolução do PIB e seus componentes – 2014 a 2017

	2014	2015	2016	2017	Acumulado
PIB	**0,5%**	**-3,5%**	**-3,5%**	**1,0%**	**-5,5%**
Demanda					
Consumo das famílias	2,2%	-3,2%	-4,3%	1,0%	**-4,4%**
Consumo do governo	0,8%	-1,4%	-0,1%	-0,6%	**-1,2%**
FBCF	-4,2%	-13,9%	-10,3%	-1,8%	**-27,4%**
Exportações	-1,1%	6,8%	1,9%	5,2%	**13,2%**
Importações	-1,9 %	-14,2%	-10,2%	5,0%	**-20,6%**
Oferta					
Agropecuária	2,8%	3,3%	-4,3%	13,0%	**14,8%**
Indústria	-1,5%	-5,8%	-4,0%	-0,0%	**-10,8%**
Extrativa mineral	9,1%	5,7%	-2,7%	4,3%	**17%**
Transformação	-4,7%	-8,5%	-5,6%	1,7%	**-16,3%**
Produção/distrib. de eletricidade, gás, água etc.	-1,9%	-0,4%	7,1%	0,9%	**5,6%**
Construção civil	-2,1%	-9,0%	-5,6%	-5,0%	**-20,1%**
Serviços	1,0%	-2,7%	-2,6%	0,3%	**-4,1%**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de IBGE – Contas Nacionais Trimestrais.

Pelo lado da oferta, o grande destaque veio da agropecuária, com alta de 13%, beneficiando-se da safra excepcional (a mais alta da história). Além disso, embora a indústria tenha apresentado estabilidade no ano, a indústria extrativa e a indústria de transformação também apresentaram um bom desempenho: a primeira sendo beneficiada pelos recordes de produção de petróleo e de minério e a segunda refletindo o bom desempenho do setor de veículos e equipamentos eletrônicos. O problema da indústria foi a construção civil, que caiu 5%, mostrando que o setor ainda está atrasado na recuperação.

Pelo lado da demanda, o destaque foi o consumo das famílias, que apresentou alta em todos os trimestres do ano e fechou 2017 com elevação de 1%. Esse desempenho

[8] Em maio de 2016, o vice-presidente Michel Temer assumiu a presidência da República, em razão do *impeachment* de Dilma Rousseff.

refletiu a recuperação do mercado de trabalho (queda da taxa de desemprego ao longo do ano e recuperação do rendimento real), conjugada à melhoria nas condições de crédito e, também, à liberação de recursos do FGTS realizada no segundo trimestre do ano. Vale notar que os índices de confiança do consumidor vêm apresentando tendência de alta desde o início de 2016.

Ainda pelo lado da demanda, é importante destacar o desempenho do investimento. Embora tenha caído 1,8% em 2017 – o quarto recuo anual seguido –, houve crescimento dessazonalizado nos três últimos trimestres, com aceleração ao longo do ano. Em 2017, a parcela relativa ao segmento de máquinas e equipamentos mostrou recuperação, com crescimento de 3% em 2017. No entanto, o resultado global foi prejudicado pela parcela da construção civil, que retraiu 5,6%.

Olhando para frente, as perspectivas para 2018 são positivas.

Em primeiro lugar, a política monetária continuará no campo expansionista ao longo do ano. Além disso, provavelmente, os efeitos defasados dos cortes de juros iniciados ao fim de 2016 se farão mais potentes em 2018, ajudando a impulsionar a atividade pelos canais tradicionais da política monetária.

Em segundo lugar, o mercado de trabalho deve seguir sua trajetória de recuperação. Desde dezembro de 2017, a taxa de desemprego vem mostrando números melhores do que no ano anterior. Em fevereiro de 2018, estava em 12,6%, uma melhora de 0,6 ponto percentual em relação a fevereiro de 2017, quando estava em 13,2%. Durante esse período, a população ocupada avançou quase dois milhões de postos. Enquanto isso, o rendimento real se recuperou, aumentando ainda mais a massa salarial real.

Em terceiro lugar, a conjuntura mundial segue benigna. O Fundo Monetário Internacional (FMI) vem revisando seguidamente suas projeções para o crescimento global. No relatório de janeiro de 2018, o FMI previa crescimento de 3,9% para 2018 e 2019, acima dos 3,7% anteriormente previstos. Esse cenário vem favorecendo o fluxo de capital para países emergentes, a redução dos prêmios de risco e o aumento no preço e na demanda por *commodities*. Por essas razões, o Brasil vem apresentando saldos comerciais expressivos, que trazem maior segurança para enfrentar os desafios fiscais e as turbulências eleitorais.

3. As reformas de 2016-2017

Assim que ocorreu a mudança de governo, em maio de 2016, a nova administração tinha o diagnóstico de que precisaria adotar uma política econômica mais convencional, reforçando os pilares do tripé macroeconômico: responsabilidade fiscal, preocupação com a inflação e equilíbrio externo. Além disso, necessitava recuperar a credibilidade do Banco Central, perdida na gestão anterior, e diminuir a intervenção do governo na economia, fosse por meio de redução de políticas setoriais, de proteção comercial ou até mesmo de crédito subsidiado, a fim de melhorar a alocação de fatores na economia.

O objetivo era alcançar um crescimento sustentado com taxa média entre 3,5% e 4%, o que corresponderia a um aumento anual de 2,5% do PIB *per capita*, segundo o documento Ponte para o Futuro.[9]

Desde o início, portanto, o novo governo teve como objetivo ser reconhecido pela agenda das reformas. Nesta seção, pretende-se apresentar as principais medidas aprovadas (e também as propostas) em três pilares diferentes (mas que se complementam): fiscal, monetário/creditício e agenda da produtividade.

3.1 Reformas fiscais

Em vista da forte deterioração fiscal observada nos anos anteriores, e sendo ela uma das principais causas da crise econômica, pode-se dizer que o principal pilar das reformas do governo de Michel Temer foi o fiscal.

Nesse sentido, logo nos primeiros dias de sua gestão, foi proposta a adoção de uma regra fiscal para o teto de gasto (também chamado de Novo Regime Fiscal), por meio da Proposta de Emenda Constitucional (PEC) 241, entregue ao Congresso Nacional em junho de 2016 e aprovada, finalmente, em dezembro de 2016 (EC 95/2016).

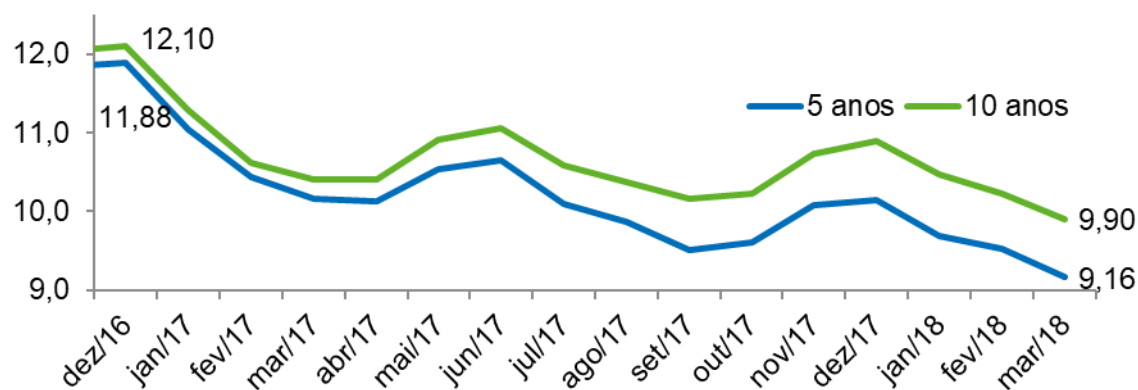
Para justificar a PEC, o governo partiu do diagnóstico de que o quadro fiscal deteriorado, cuja raiz principal estaria no crescimento acelerado da despesa, implicava elevados prêmios de risco, perda de confiança, juros altos e efeitos negativos na atividade. Além disso, o quadro constitucional e legal provocava uma despesa pró-cíclica, que "tende a crescer quando a economia cresce e vice-versa, fazendo com que o

[9] Grande parte da fundamentação das ideias do novo governo foi retirada do documento Ponte para o Futuro, lançado ao fim de 2015 pela Fundação Ulysses Guimarães, ligada ao PMDB.

governo, em vez de atuar como estabilizador das altas e baixas do ciclo econômico, contribua para acentuar a volatilidade da economia" (BRASIL, 2016, p. 4).

Com base no texto aprovado, o teto de gastos terá duração de vinte anos. Nos dez primeiros, o limite das despesas será corrigido pela inflação do ano anterior; do 11º ao vigésimo ano, existe a possibilidade de alteração da regra, caso o governo considere necessário.

A implementação do teto de gastos colaborou para a percepção de menor risco fiscal, com impactos consideráveis nas taxas de juros. O Gráfico 3 mostra a evolução dos vértices de cinco e dez anos da curva de juros brasileira desde o início de 2016.

Gráfico 3 – Taxa de juros prefixada (% a.a.) – vértices selecionados

Fonte: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).

Pode-se dizer que a principal reforma fiscal foi de fato a adoção do teto de gastos. No entanto, outras medidas foram tomadas, descritas a seguir.

Mudança de orientação dos bancos públicos. No caso do BNDES, o governo solicitou em 2016 a devolução de R$ 100 bilhões do banco público ao Tesouro Nacional, diminuindo seu *funding*. Posteriormente, novas devoluções foram solicitadas, em movimento que ainda está ocorrendo.[10]

Criação da Taxa de Longo Prazo (TLP). Foi criada a TLP, com o objetivo de substituir a Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) como um indexador para novos empréstimos de instituições públicas, notadamente o BNDES. A medida teve como objetivo diminuir o custo fiscal do crédito direcionado, cujos valores são apresentados

[10] Até fevereiro, já haviam sido devolvidos R$ 180 bilhões do BNDES para o Tesouro Nacional, e o estoque atual de empréstimo equivalia a R$ 410,5 bilhões (ou 6,2% do PIB). No fim de março, foram devolvidos mais R$ 30 bilhões.

em relatório da Secretaria de Acompanhamento Econômico (Seae) do Ministério da Fazenda (SEAE, 2017).

Alteração do Fundo de Financiamento Estudantil (Fies). Foram implementadas mudanças no programa, como a exigência de adesão das faculdades interessadas a um fundo de garantia e o pagamento das parcelas do financiamento pelo estudante logo após o término do curso (antes, havia 18 meses de carência).

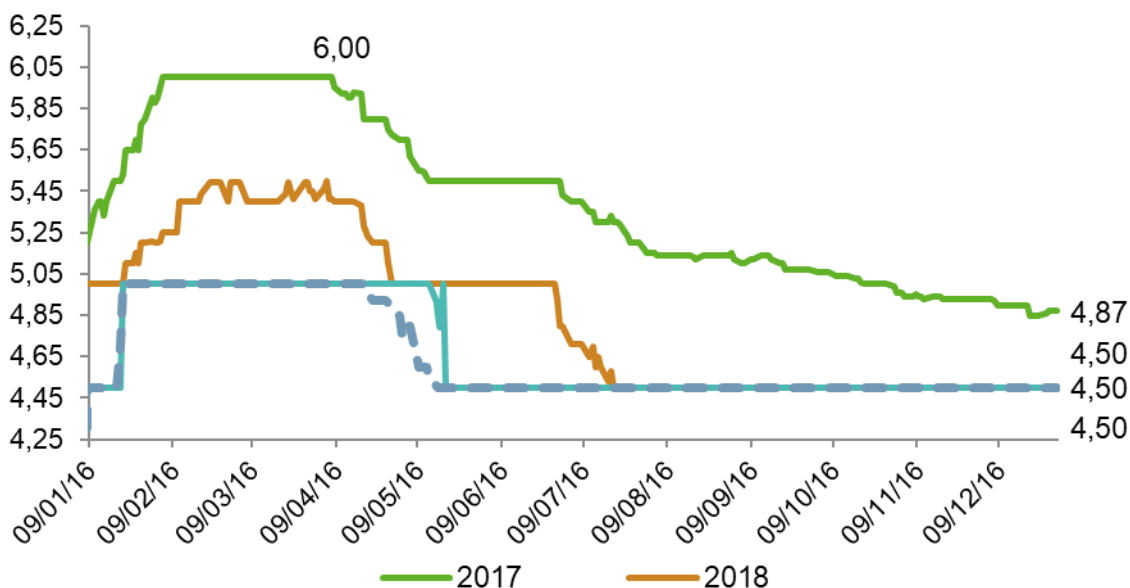
Renegociação de dívidas estaduais e criação do Regime de Recuperação Fiscal (RRF). Para viabilizar o reequilíbrio dos estados com pior situação financeira, o Governo Federal criou o RRF, um regime que viabiliza o refinanciamento de alguns passivos desses entes em troca de um programa de ajuste mais severo. Até o momento, somente o estado do Rio de Janeiro aderiu ao programa, embora o Rio Grande do Sul esteja com proposta para ingresso em tramitação.

Por fim, é importante ressaltar que foi apresentada proposta para a reforma da Previdência, por meio da PEC 287/2016, mas que acabou não sendo aprovada. Essa reforma é crucial para a sustentabilidade do teto de gastos (e das contas públicas). Tratada como prioridade número um do governo após a adoção do teto de gastos, a reforma foi extensamente debatida e negociada nos bastidores. A dificuldade de aprovação fez com que o governo desistisse da proposta em fevereiro de 2018.

De qualquer forma, como será discutido nas quinta e sexta seções, a reforma continua sendo fundamental para a sustentabilidade fiscal do país e poderá ser retomada pelo próximo governo, a ser eleito neste ano. De uma perspectiva positiva, pode-se notar que ao menos se avançou bastante no debate, preparando terreno para sua aprovação em um futuro próximo.

3.2 Reformas monetárias e creditícias

Logo após a posse, o governo Michel Temer anunciou o nome do economista Ilan Goldfajn para a presidência do Banco Central. Em seguida, foram anunciados outros novos diretores, todos identificados com responsabilidade monetária e com bastante credibilidade no mercado. A escolha da nova diretoria contribuiu para a rápida ancoragem das expectativas inflacionárias pelo mercado, principalmente para aquelas de prazo mais longo (2019 e 2020), como mostrado pelo Gráfico 4.

Gráfico 4 – Expectativas de inflação em 2016 (mediana *Focus*)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Banco Central – *Boletim Focus*.

Aproveitando o momento de baixa inflação, o Conselho Monetário Nacional (CMN) rebaixou, em 2017, a meta de inflação para 2019 e, em seguida, para 2020. As novas metas ficaram em 4,25% e 4%, respectivamente.

Em relação a medidas mais estruturais, vale ressaltar que, no âmbito das políticas monetária e de crédito, o objetivo principal na agenda do governo inclui garantir uma inflação controlada, com taxas de juros baixas e um mercado de crédito mais funcional, com mais segurança jurídica e, portanto, menor custo ao tomador (menores *spreads*), melhorando a alocação de capital.

Nesse sentido, além da adoção da TLP, que buscava, na visão do Banco Central, aumentar a potência da política monetária, outras medidas foram anunciadas, a maioria tendo como foco reduzir a assimetria de informação, melhorar a constituição de garantias e a resolução de casos insolvência. As mais importantes se referem a:

- cadastro positivo;
- distrato;
- duplicata eletrônica;
- recuperação judicial e falências; e
- regulamentação das Letras Imobiliárias Garantidas (LIG).

Vale salientar, entretanto, que a maioria ainda está em discussão no governo ou em tramitação no Congresso. Além disso, muitas já faziam parte da agenda de governos anteriores, caracterizando-se apenas por evoluções incrementais.[11]

3.3 Agenda de reformas para o aumento da produtividade

No bloco da produtividade, a agenda também foi significativa. O destaque ficou por conta da aprovação da reforma trabalhista, mas outros assuntos de grande importância também vêm sendo tratados.

Reivindicação antiga de vários setores da sociedade, a reforma trabalhista sempre foi tida como importante para modernizar as relações de trabalho, buscando aumento da formalização e diminuição do elevado estoque de litígios na Justiça do Trabalho. A versão implementada no governo Temer teve como pilar principal o reforço dos acordos coletivos de trabalho, que podem prevalecer sobre a lei em questões como horário de trabalho, planos de carreira e remuneração por produtividade. Como essas negociações não podem ser revertidas por decisão judicial, a reforma aumenta a segurança jurídica de acordos coletivos. Outra medida trazida pela reforma foi a maior flexibilidade em relação à definição de férias, horas extras e banco de horas, além do fim da contribuição sindical obrigatória.

Entre essas medidas, destacam-se:

- Aprovação da Lei das Estatais, que disciplina a governança das empresas estatais em temas como a constituição e o funcionamento dos conselhos de administração e fiscal, a avaliação de desempenho e a responsabilização dos administradores, prestação de contas e a obrigatoriedade de transparência e publicação de informações relevantes.
- Revisão nas políticas de conteúdo local para o setor de óleo e gás: agenda em andamento, que incluiu diminuição de exigências de conteúdo local nos leilões de 2017 e 2018. As regras para os leilões de 2019 em diante ainda estão sendo discutidas.
- Medidas pontuais, como as relacionadas ao comércio exterior, tal qual a criação do portal único do comércio exterior.

---

[11] Como o cadastro positivo, aprovado inicialmente em 2011, mas que já era uma medida proposta pelo primeiro governo Lula, na gestão de Antônio Palocci como ministro da Fazenda.

Por fim, é importante mencionar a mudança de orientação do governo em relação à participação do Estado na economia, principalmente quanto aos setores de óleo e gás e energia. No caso do primeiro, além da revisão das políticas de conteúdo local, houve o objetivo de reduzir a interferência na Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras), incluindo a sua política de preços, tão afetada no governo anterior.

Já no segundo caso, o governo vem atuando para corrigir as intervenções que prejudicaram o setor, na esteira dos equívocos da Medida Provisória (MP) 579/2012.[12] Nesse sentido, uma das principais propostas foi a privatização da Centrais Elétricas Brasileiras S.A. (Eletrobras), que atualmente tramita no Congresso Nacional.

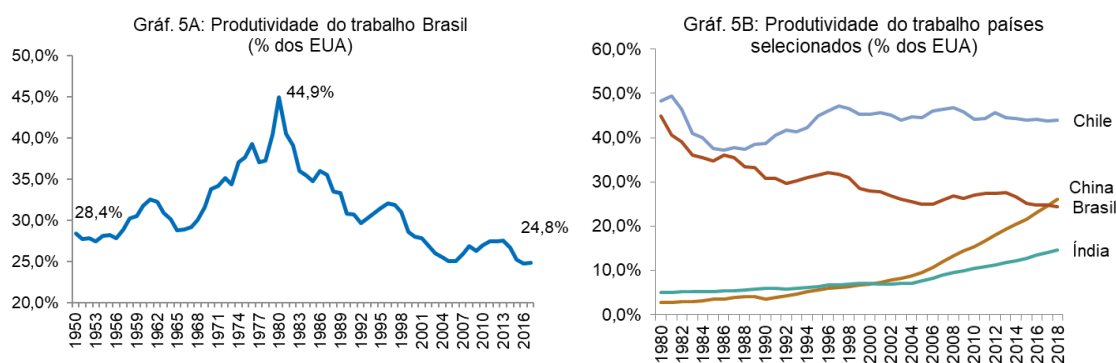
[12] A MP 579/2012, convertida na Lei 12.783/2013, entre outras coisas, instituía a renovação antecipada de concessões de empresas geradoras e transmissoras de energia elétrica que venceriam em 2015, em troca de algumas contrapartidas, e acabou causando uma série de litígios e problemas ao setor.

4. Os gargalos estruturais

Apesar da recente adoção de algumas medidas com o objetivo de avançar na agenda da produtividade, como visto na seção anterior, o Brasil tem uma série de importantes gargalos estruturais, que impedem o crescimento econômico de maior fôlego. Nesta seção, o objetivo é descrever sucintamente os principais pontos de estrangulamento, com destaque para o grau de abertura comercial, a estrutura tributária, o ambiente de negócios, a qualidade da infraestrutura e o nível de educação e capital humano.

Vale destacar que a esses gargalos normalmente credita-se o comportamento decepcionante da produtividade brasileira a partir dos anos 1980 (com pequenos períodos de exceção). De fato, diversos estudos mostram que a produtividade brasileira, além do desempenho insatisfatório em termos absolutos, vem tendo desempenho muito ruim também em termos relativos.

Um exemplo pode ser visto na comparação das produtividades relativas. Em relação aos Estados Unidos da América (EUA), a produtividade do trabalho no Brasil, que chegou a 44,9% em 1980, se reduziu desde então, voltando a cerca de 25% em 2018 (Gráfico 5A). Assim, ao mesmo tempo que não conseguimos nos aproximar de países comparáveis com maior produtividade em 1980, ainda ficamos mais atrasados em relação a países como Chile e China (Gráfico 5B).

Gráfico 5 – Produtividade do Brasil e de países selecionados em relação aos EUA

Fonte: Elaboração própria, com base em The Conference Board Total Economy Database.

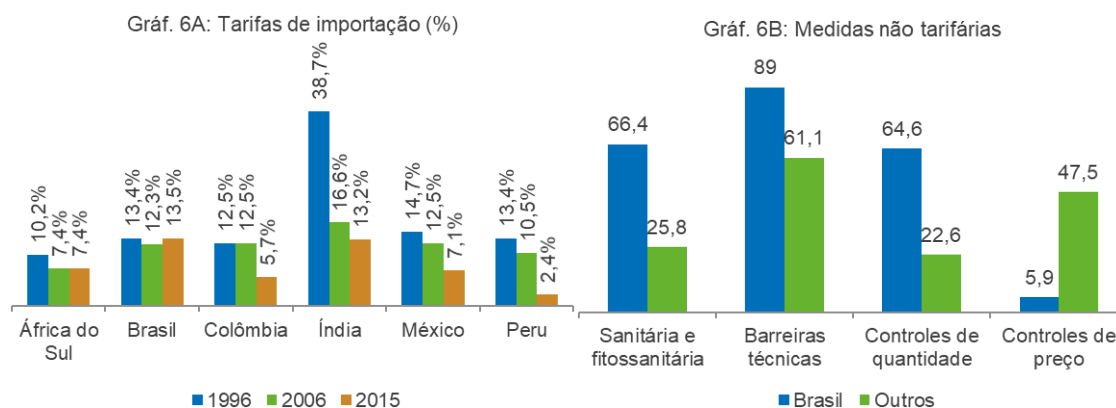
Antes de prosseguir, vale notar que as limitações e ineficiências em cada uma das dimensões tratadas aqui já vêm sendo intensamente discutidas nos últimos tempos, por exemplo, em Giambiagi e Almeida Jr. (2017), Barboza *et al.* (2017), OCDE (2018) e Banco Mundial (2017; 2018).

4.1 Abertura comercial

O Brasil é um dos países mais fechados do mundo. Segundo dados de SAE (2018), atualmente, o nível de comércio internacional do país é de 25% do PIB. Na média de 2012 a 2015, o Brasil só não seria mais fechado que o Sudão, com nível de comércio em 20% do PIB. Essa conclusão se mantém independentemente do grupo de comparação, seja com países com níveis de renda similares ao brasileiro, seja com a população parecida, mostrando que de fato o nível de comércio do Brasil é bastante diferente de seus pares.

Uma das razões para o reduzido grau de abertura se refere às tarifas de importação, que, além de elevadas, se mantêm mais ou menos no mesmo patamar há mais de vinte anos. Pereira (2017) aponta que, em relação à política de proteção comercial do Brasil, pode-se dizer que não houve avanços no processo de liberalização após os anos 1990, ao contrário do que se passou com as principais economias em desenvolvimento. Corroborando esse ponto, o Gráfico 6A, com dados da Organização Mundial do Comércio (OMC), mostra a evolução das tarifas para países selecionados desde 1996.

Além das barreiras tarifárias, o país também é caracterizado por apresentar elevado montante de barreiras não tarifárias, incluindo as sanitárias e fitossanitárias, as técnicas e os controles de quantidade, todas elas acima da média mundial (Gráfico 6B). Dessa maneira, o total das barreiras (tarifárias e não tarifárias) é alto e impede o maior envolvimento do Brasil com o comércio mundial.

Gráfico 6 – Barreiras comerciais: tarifárias e não tarifárias

Fontes: Gráfico 6A: Pereira (2017); Gráfico 6B: Banco Mundial (2018).

Outra dimensão do grau de fechamento da economia brasileira pode ser verificada quando se acompanha a negociação de acordos comerciais. Segundo dados de Barboza

et al. (2017), o número de acordos de livre comércio envolvendo economias emergentes aumentou de 255, em 2010, para 352, em 2016. Apenas três países não haviam participado de nenhum dos acordos, sendo o Brasil um deles.

O pequeno grau de abertura da economia brasileira é prejudicial à eficiência econômica. De um lado, impede que produtos mais baratos cheguem ao país, aumentando o poder de compra do consumidor e reduzindo o custo das empresas com insumos importados. Por outro lado, ao reduzir o grau de concorrência, ele diminui a exigência de competitividade dos produtos brasileiros. Além disso, com custos menores, é possível que o aumento das exportações compensasse o aumento de importações advindo de uma abertura maior.

Recentemente, SAE (2018) apresentou simulação, por meio de um modelo de equilíbrio geral, dos efeitos de uma eventual abertura nos diferentes setores da economia brasileira. Em relação a preços, a simulação indica que poderiam cair cerca de 5% no agregado, devido a maior concorrência externa. Os níveis de emprego seriam mantidos inalterados: 75% dos 57 setores apresentariam aumento de emprego e apenas três mostrariam redução de emprego maior do que 0,5% depois de vinte anos (vestuários, têxtil e couro).

4.2 Estrutura tributária

O sistema tributário brasileiro, formulado originalmente em 1965, encontra-se hoje bastante defasado, mostrando inúmeras distorções que prejudicam a eficiência da economia. Além da má alocação de recursos, destaca-se o alto custo com questões tributárias (dada a sua complexidade) e a elevada insegurança jurídica (em razão das disputas litigiosas entre contribuintes e Fisco), características que reduzem a competitividade das empresas brasileiras. Segundo dados do *Doing Business 2017*, o Brasil era o país com maior número de horas dedicadas a questões tributárias por ano, com duas mil horas, representando quase o dobro do segundo colocado, a Bolívia, que gastava mil horas, e muito acima da média dos outros países emergentes.

As mudanças no sistema tributário, que deveriam torná-lo no mínimo mais simples e eficiente, vêm sendo adiadas há anos por meio de medidas paliativas, como instituição de contribuições provisórias, desvinculação de receitas da União (DRU) e desonerações, que muitas vezes acentuam os problemas e distorções.

Um dos principais problemas do sistema é a quantidade de tributos existentes sobre bens e serviços, que gera enormes distorções na economia. No caso do Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), por exemplo, tem-se o seguinte percalço: como apresenta incidência parcial na origem (produção), tem como uma das consequências provocar uma disputa fiscal entre os Estados, que muitas vezes gera má alocação dos recursos, além de desincentivar exportações. Traz também insegurança jurídica às empresas, na medida em que elas não têm segurança sobre a legalidade dos benefícios recebidos pela guerra fiscal. Outro gargalo, tanto do ICMS quanto principalmente do Programa de Integração Social/Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (PIS/Cofins), é a dificuldade de apropriação dos créditos tributários (impostos pagos pelos fornecedores). Tal dificuldade leva a uma incidência cumulativa na cadeia produtiva, gerando incentivos para a verticalização, dificultando a desoneração adequada das exportações e do investimento e ampliando a margem para litígio tributário.

Outro grave problema do sistema atual diz respeito à tributação de micro e pequenas empresas (MPE). A existência de distintos regimes, que não se relacionam entre si, gera uma série de ineficiências e distorções, dificultando o crescimento das empresas. Somente para pequenas empresas, por exemplo, existem quatro regimes: lucro presumido, Simples, microempreendedor individual (MEI) e autônomo (pessoa física). Quando as empresas crescem, o custo de migrar para outro regime pode incentivar a sua fragmentação, mantendo-as pequenas e impedindo aumentos de produtividade, decorrentes de ganhos de escala.

Para esses dois exemplos específicos, a prescrição dos especialistas passaria por racionalizar tributos sobre bens e serviços, caminhando em direção a um único imposto sobre valor agregado, e realizar a convergência na tributação de MPEs (APPY, 2014). Contudo, os problemas e a agenda não se esgotam com esses exemplos, mostrando que o gargalo tributário é bastante relevante para explicar a baixa produtividade brasileira.

4.3 Ambiente de negócios

O gargalo referente ao ambiente de negócios também é amplamente conhecido e recorrentemente debatido, particularmente nos períodos de divulgação anual da pesquisa *Doing Business*, do Banco Mundial. Trata-se de uma pesquisa que avalia quase duzentos

países em diversos quesitos, com o objetivo de classificá-los de acordo com a facilidade para fazer negócios e a qualidade do ambiente regulatório para empreendedores.

A pesquisa analisa dez itens, entre os quais se inserem: facilidade de abertura de empresas, obtenção de alvarás de construção, obtenção de eletricidade, registro de propriedades, obtenção de crédito, pagamento de impostos, comércio internacional, resolução de insolvência e execução de contratos.

O Brasil, nos últimos dez anos, vem se mantendo entre as posições 120ª e 130ª, evidenciando a existência de ambiente de negócios bastante prejudicial. Na última edição da pesquisa, ficou na 125ª colocação, bem atrás de seus pares da América Latina, como México, Peru e Colômbia. As piores avaliações vêm dos itens abertura de empresas, obtenção de alvarás de construção e registro de propriedades, além do pagamento de impostos e comércio internacional, ambos já tratados neste texto de maneira geral. A Tabela 3 apresenta os resultados.

Tabela 3 – Posição brasileira no *ranking Doing Business 2018*

Abertura de empresas	176
Obtenção de alvarás de construção	170
Obtenção de eletricidade	45
Registro de propriedades	131
Obtenção de crédito	105
Proteção de investidores minoritários	43
Pagamento de impostos	184
Comércio entre fronteiras	139
Execução de contratos	47
Resolução de insolvência	80
Total (facilidade de fazer negócios)	**125**

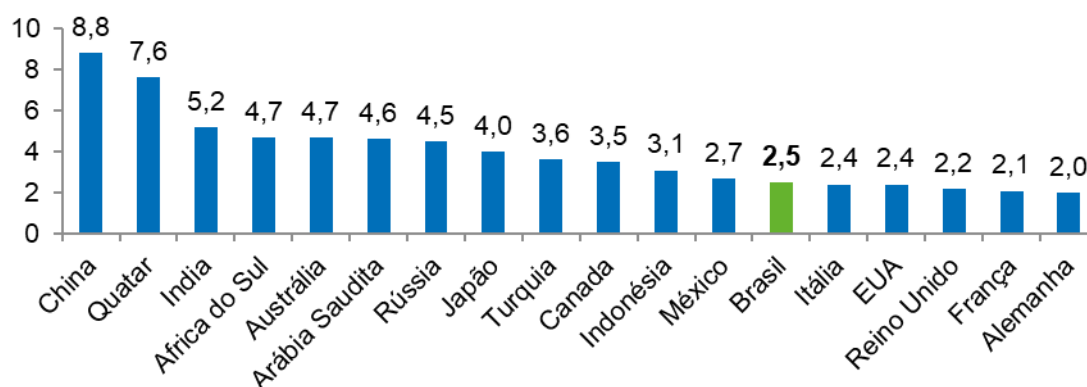
Fonte: The World Bank (2017).

4.4 Qualidade da infraestrutura

A qualidade da infraestrutura brasileira também é outro gargalo, pois, bastante deficitária, ela contribui para aumentar o custo de transporte, reduzindo a competitividade das empresas e a produtividade da economia de maneira geral. Segundo dados do Fórum Econômico Mundial, a qualidade da infraestrutura no país é uma das

mais baixas da amostra, atrás de vários países emergentes, como México e Argentina, sem falar nos países asiáticos (Índia, China e Tailândia, por exemplo).[13]

Além da baixa qualidade, o país vem investindo pouco no setor, o que aumenta o atraso relativo. Na média entre 2008 e 2013, o país investiu somente 2,5% do PIB em infraestrutura, estando novamente atrás de uma série de países emergentes, como pode ser observado no Gráfico 7. Dados mais atuais mostram que esse montante foi ainda mais reduzido, principalmente durante a forte recessão que atingiu o país entre 2015 e 2016, como mostra a Tabela 4.

Gráfico 7 – Gastos em infraestrutura – média 2008 a 2013 (% do PIB)

Fonte: McKinsey (2016).

Banco Mundial (2018) ressalta que, nas duas últimas décadas, os investimentos em infraestrutura no Brasil ficaram, inclusive, abaixo da taxa de depreciação natural, estimada em cerca de 3% do PIB. Nesse caso, pode-se dizer que o estoque de infraestrutura vem diminuindo, ao invés de aumentar.

Tabela 4 – Gastos em infraestrutura no Brasil (% do PIB)

	1971-1980	1981-1990	1990-2000	2001-2015	2016	2017 (E)	2018 (P)
Energia	2,1	1,5	0,8	0,6	0,7	0,4	0,5
Telecomunicações	0,8	0,4	0,7	0,6	0,4	0,3	0,3
Água e esgoto	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1
Transporte	2,0	1,5	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5
Total	**5,4**	**3,6**	**2,3**	**2,2**	**2,0**	**1,4**	**1,4**

Fonte: Banco Mundial (2018).

[13] Ver OCDE (2018).

Por que o Brasil investe pouco? Existem muitas explicações para isso, mas algumas certamente são mais relevantes. A falta de planejamento de longo prazo, os riscos regulatórios e jurídicos, a capacidade restrita de elaboração de projetos, o alto custo de capital e o baixo investimento público (restrições orçamentárias, que deverão aumentar ao longo dos próximos anos) se destacam entre os grandes motivos. Assim, uma agenda futura deveria levar esses fatores em consideração, sabendo que a continuidade desses problemas só irá prejudicar o crescimento sustentável do país.

4.5 Capital humano

Outro gargalo importante diz respeito ao capital humano do país, caracterizado pelo baixo nível de educação da população. Apesar de termos aumentado o gasto com educação nos últimos anos, tal movimento não foi suficiente para melhorar os resultados, principalmente em relação à qualidade do ensino.

De fato, o país aumentou constantemente seu investimento público em educação nos últimos anos, atingindo 6% do PIB em 2014 (ou 5,2% do PIB em 2013, pela métrica da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE). Esse aumento fez com que o Brasil convergisse para as médias mundiais, chegando a estar até acima da média em algumas métricas específicas. A grande questão, contudo, é que, embora o país tenha conseguido avançar bastante no grau de universalização, os montantes investidos não estão se traduzindo em melhores resultados na educação.[14]

Nesse sentido, um exemplo procede da Prova Brasil, criada com o objetivo de avaliar a qualidade do ensino ministrado nas escolas das redes públicas e promovida pelo Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (Inep). Seus resultados mais recentes mostram uma melhora nos anos iniciais, mas uma estagnação nos anos finais (ensino médio), em que apenas cerca de 10% a 20% dos alunos aprendem o considerado adequado.

Já na comparação internacional, costuma-se analisar os dados do Programme for International Student Assessment (Pisa), uma avaliação coordenada pela OCDE e

---

[14] Em relação à quantidade, Barbosa Filho e Veloso (2015) mostram que o acesso à educação aumentou consideravelmente nas últimas duas décadas. Entre as crianças de 6 a 14 anos, a taxa de frequência escolar estava em 98% em 2012. Para aquelas entre 15 e 17 anos, a frequência havia atingido 84% no mesmo período, contra 67% em 1995. Tais dados se refletem na escolaridade da população, que mostrou avanço considerável. Esses números ilustram, portanto, o grau avançado de universalização que o ensino básico brasileiro alcançou nos últimos vinte anos.

aplicada a cada três anos de forma amostral a estudantes na faixa dos 15 anos de idade, em que se pressupõe o término do ensino básico obrigatório na maioria dos países.

Na edição de 2015, os resultados para o Brasil mostraram queda de pontuação nas três áreas avaliadas (ciências, leitura e matemática). Entre setenta países, o Brasil ficou na 63ª posição em ciências, na 59ª em leitura e na 66ª colocação em matemática. Um dado preocupante é que quase metade dos estudantes brasileiros obteve desempenho abaixo do nível dois da prova, considerado adequado, sendo matemática o caso mais crítico, com mais de 70% dos jovens abaixo desse nível.

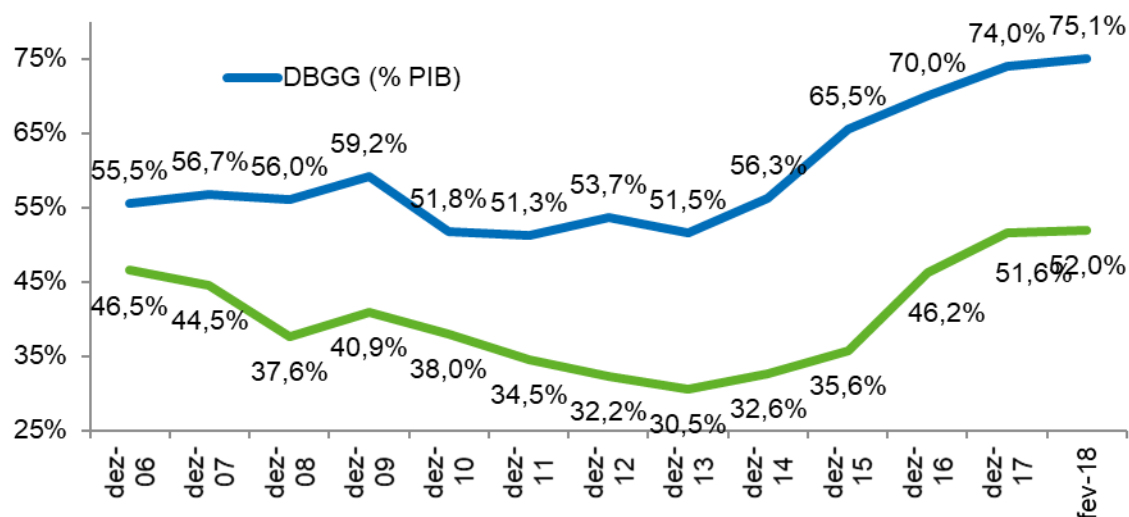
Esses dados ajudam a demonstrar que a qualidade da nossa educação ainda é um gargalo importante, que acaba extrapolando para a qualificação profissional e, consequentemente, para o mercado de trabalho. Sem a melhora desses aspectos, portanto, o desafio do crescimento sustentável fica ainda mais difícil.

5. O desafio fiscal

Ao longo dos últimos anos, o país voltou a conviver com uma situação fiscal delicada. Por exemplo, desde 2014, as contas públicas passaram a mostrar déficit primário, tanto para o Governo Federal quanto para o setor público consolidado. Como consequência, os indicadores de dívida voltaram a subir com maior força, após anos de estabilidade. A dívida bruta do governo geral, por exemplo, passou de 51,5% do PIB em 2013 para 74% do PIB em 2017, fato acentuado também pelo declínio do PIB em 2015 e 2016.

Nesse contexto, a deterioração fiscal esteve no centro das principais discussões macroeconômicas desde então, sendo apontada como uma das causas mais importantes da recessão iniciada em 2015. Por essa razão, uma das mais relevantes medidas do governo Temer, como apontado na terceira seção, foi justamente implementar um forte ajuste das despesas, materializado pela adoção do teto de gastos.

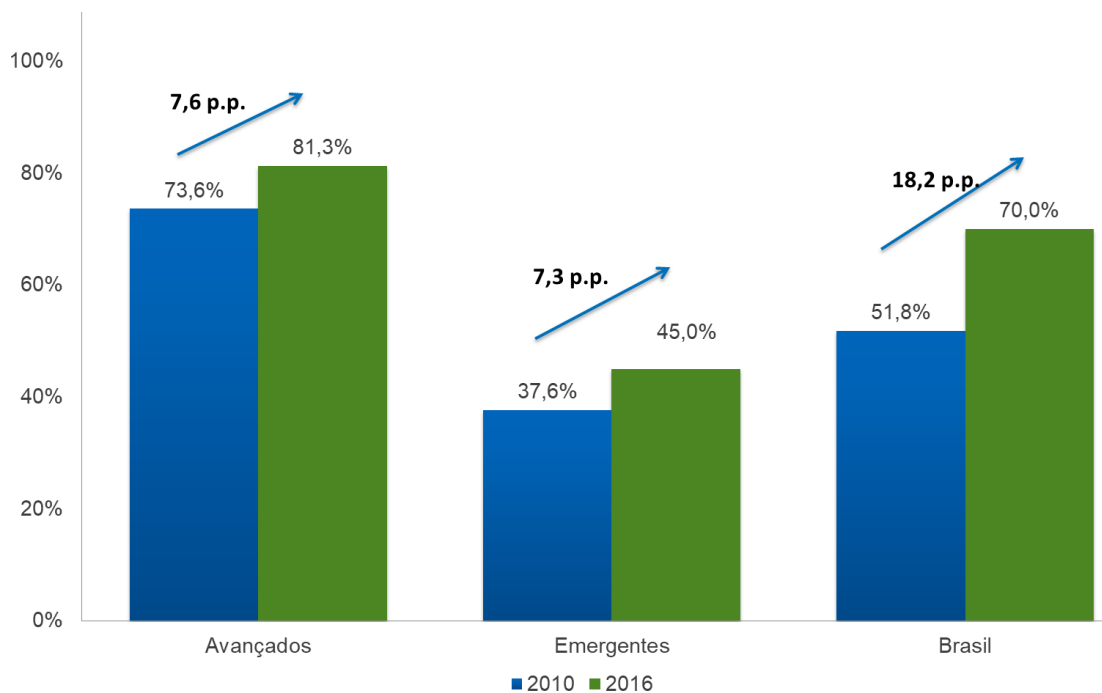
Para entender melhor o que se passa com as finanças públicas, inicialmente se analisam os indicadores de dívida pública, que sintetizam bem o quadro fiscal do país. O Gráfico 8 apresenta a evolução dos dois principais conceitos de dívida: a dívida líquida do setor público (DLSP) e a dívida bruta do governo geral (DBGG).

Gráfico 8 – Evolução da DBGG e da DLS

Fonte: Elaboração própria, com base em Banco Central – Estatísticas Fiscais.

Desde 2013, não só a dívida bruta cresceu mais de vinte pontos percentuais, mas a dívida líquida também teve crescimento parecido. Após uma tendência de queda

observada desde meados dos anos 2000, a DLSP alcançou 30,5% do PIB em 2013, mas fechou 2017 no patamar de 51,6% do PIB.[15]

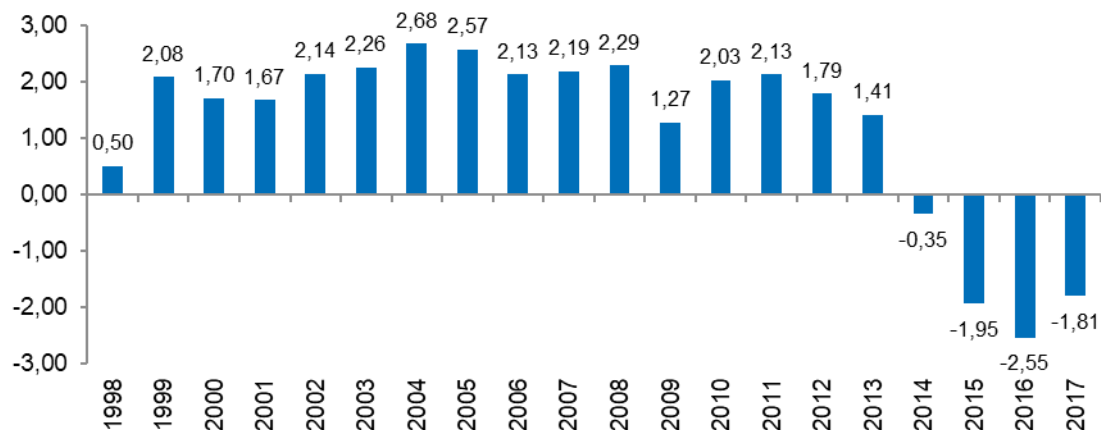
Além do rápido crescimento da dívida, outra dimensão da preocupação fiscal aparece quando são comparados os níveis de endividamento brasileiro com outros países do mundo. Apesar de o Brasil estar abaixo da média dos países desenvolvidos, é possível notar que ele figura bem acima da média dos emergentes.[16] Além disso, os dados mostram que, entre 2010 e 2016, a dívida bruta do Brasil subiu 18,2 pontos percentuais, uma das maiores altas dos países da amostra e superior à elevação das médias por grupo de países. Ou seja, tanto o nível quanto a trajetória da dívida são preocupantes (Gráfico 9).

Gráfico 9 – Nível e variação DBGG: países avançados, emergentes e Brasil – 2010 a 2016 (% PIB)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Banco Central do Brasil – Estatísticas Fiscais e do FMI (demais).

Uma das principais razões para esse aumento, além do crescimento negativo do PIB, advém da deterioração dos resultados primários. Em 2014, o governo central apresentou déficit primário pela primeira vez desde 1998. Entre 2015 e 2017, esses déficits foram ainda maiores, demonstrando o amplo desequilíbrio fiscal do governo central. Esses

[15] Em fevereiro, a dívida bruta alcançou o maior valor da série: 75,1% do PIB, como exposto no Gráfico 8.
[16] A comparação relevante a ser feita é com países com nível de renda similar, pois países mais ricos apresentam melhores condições de financiamento (taxas de juros mais baixas).

dados são apresentados no Gráfico 10, que mostra a evolução dos resultados primários do governo central desde 1998 (% do PIB).

Gráfico 10 – Resultado primário do governo central (% PIB)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secretaria do Tesouro Nacional – Resultado do Tesouro Nacional.

Em linhas gerais, essa mudança é explicada pelo fato de a receita ter perdido força, enquanto a despesa continuou em trajetória de alta até, pelo menos, 2016, ano de introdução do teto.

De fato, desde 1997, a despesa primária total do governo central apresentou crescimento real médio de 5,6% ao ano até 2016, uma taxa bem acima da taxa de crescimento do PIB.[17] Dessa maneira, a despesa saiu de 14% em 1997 para 20% do PIB em 2016, recuando para 19,5% em 2017.

Das quatro principais categorias do gasto, o aumento foi liderado por benefícios previdenciários, que passou de 4,9% do PIB em 1997 para 8,5% do PIB em 2017. Várias outras rubricas do gasto tiveram aumento no período, como benefícios assistenciais, abono salarial e seguro desemprego e subsídios.

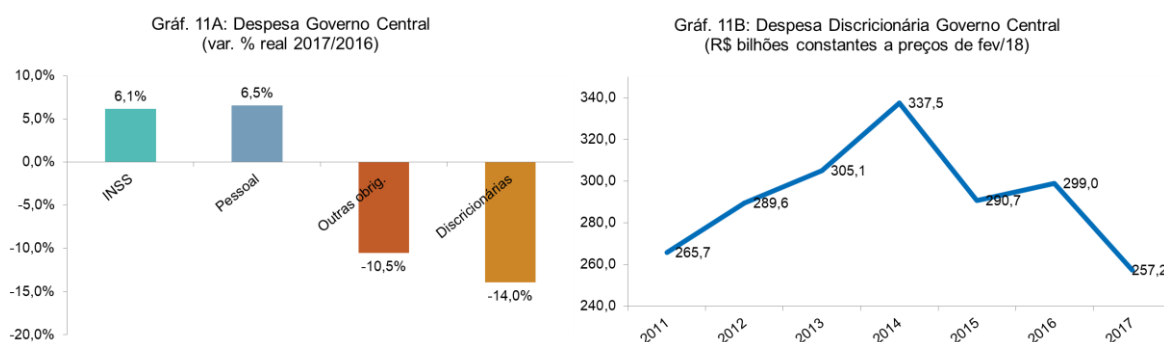
Outro fator de destaque em relação às despesas é a rigidez desse gasto. Nota-se que quase 70% do total das despesas primárias é destinado apenas a benefícios previdenciários e assistenciais e gastos com pessoal. Somando as outras despesas obrigatórias, chega-se a mais de 80% do gasto, com base em números de 2017. Uma parcela grande do restante das despesas (discricionárias), apesar do nome, também tem

[17] Crescimento real da despesa foi calculado utilizando-se o deflator do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA).

pouca flexibilidade, já que engloba custeio de atividades imprescindíveis (como saúde e educação, inclusive para cumprir os mínimos constitucionais).

Dessa forma, a realização de ajuste fiscal é tarefa bastante difícil, pois grande parte das despesas não pode ser facilmente reduzida. Ademais, ressalta-se a perspectiva de evolução do gasto total, em particular a despesa com benefícios previdenciários. Com o envelhecimento da população, essa rubrica tende a seguir crescendo, como será debatido adiante.

A consequência desse quadro é que o ajuste fiscal recente está se concentrando nas despesas discricionárias, que incluem o investimento público. Analisando as despesas de 2017, por exemplo, destaca-se um comportamento discrepante entre as rubricas de gasto: os gastos com pessoal e Previdência subiram, deixando um fortíssimo ajuste principalmente para as despesas discricionárias. Essa rubrica recuou expressivos 14%, ficando abaixo do patamar de 2011 (Gráfico 11).

Gráfico 11 – Despesas do governo central

Gráf. 11A: Despesa Governo Central (var. % real 2017/2016)

Gráf. 11B: Despesa Discricionária Governo Central (R$ bilhões constantes a preços de fev/18)

Fonte: Elaboração própria com base em dados de Secretaria do Tesouro Nacional – Resultado do Tesouro Nacional.

Nesse contexto de elevada rigidez do gasto, da redução já observada nas despesas discricionárias e de envelhecimento da população, o Novo Regime Fiscal traz um enorme desafio para as contas públicas, pois não há mais espaço para o crescimento real das despesas.

Para se ter uma ideia do desafio, Tinoco (2017) estima que, sem uma reforma previdenciária abrangente, o teto poderia ser perfurado entre 2019 e 2021, dependendo de algumas premissas.

Além disso, em relação à situação fiscal, vale ressaltar dois pontos. O primeiro é que, mesmo que o teto de gastos seja respeitado durante os primeiros dez anos de sua vigência, as projeções mais recentes indicam que o superávit primário do governo

central ainda será negativo até o início da década de 2020. Nesse sentido, a dívida bruta também não iniciaria um declínio até aproximadamente 2022.

O segundo está relacionado à situação dos estados e municípios. Isto é, além das dificuldades no plano federal, a situação é, pelo menos, igualmente grave no âmbito subnacional. De maneira geral, houve um grande aumento das despesas nos últimos anos, sobretudo dos gastos com pessoal e aposentadorias, e, com a queda da arrecadação, vários entes ficaram em situação extremamente frágil, como Rio de Janeiro, Rio Grande do Sul e Minas Gerais. Para o futuro, o cenário é também preocupante, uma vez que os efeitos demográficos continuarão pressionando as despesas com aposentados.[18]

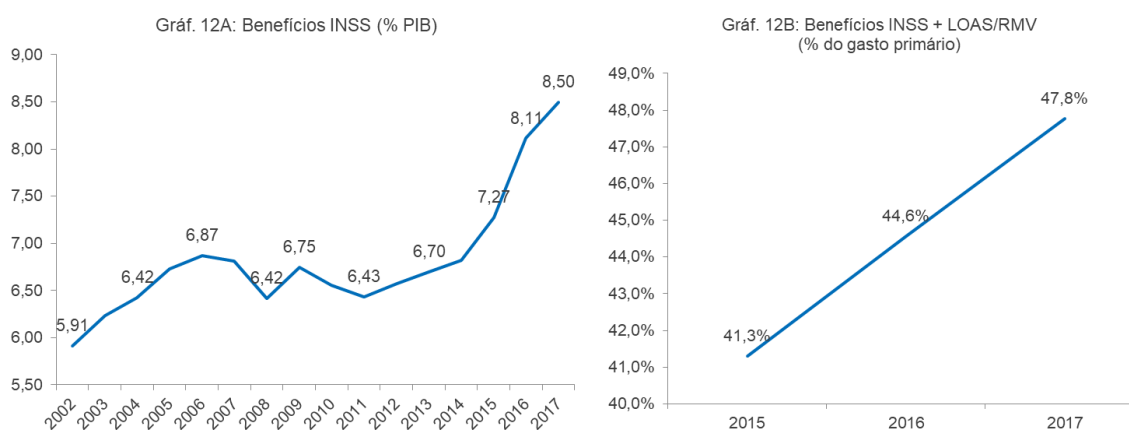
Dessa maneira, o cenário fiscal continua bastante desafiador. O elevado crescimento das despesas obrigatórias do setor público, além de contribuir para o desequilíbrio fiscal, vem impondo um forte ajuste no investimento público. Além disso, a adoção do teto de gastos foi apenas o primeiro passo para reequilibrar as contas públicas, que depende ainda de uma série de outras medidas. Por envolver a mais relevante delas, a questão previdenciária será tratada na seção que se segue.

[18] Para uma explicação mais completa sobre a situação dos estados, consultar Tesouro Nacional (2017).

6. A questão previdenciária

Uma das principais causas para o constante aumento de despesas públicas é o crescimento das despesas previdenciárias. De fato, nos últimos anos, a despesa com benefícios do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) subiu de menos de 6% do PIB, em 2002, para 8,5% do PIB em 2017, como mostra o Gráfico 12A.[19]

Outra forma de entender a importância do gasto com Previdência é compará-lo com o total das despesas primárias. Para o governo central, as despesas com INSS representaram, em 2017, 43,6% do gasto total. Somadas às despesas com benefícios assistenciais, elas já representam 47,8% do gasto primário total, excluindo transferências a estados e municípios (Gráfico 12B).

Gráfico 12 – Benefícios do INSS – gasto total e gasto em relação ao total

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de Secretaria do Tesouro Nacional – Resultado do Tesouro Nacional.

Apesar dos montantes já elevados e de uma trajetória recente de aumento considerável, o maior problema referente aos gastos previdenciários é a perspectiva futura, em razão da estrutura demográfica do país. Em 2010, por exemplo, a população brasileira na faixa entre 20 e 64 anos representava 58,9% do total, enquanto aquela na faixa acima de 65 anos respondia por apenas 6,8% do total.

Em 2060, a população acima de 65 anos chegará a 26,8%, enquanto aquela entre 20 e 64 anos recuará para cerca de 55,4%. Na prática, isso significa que, se em 2010 havia mais de oito pessoas em idade de trabalhar para cada idoso, em 2060 esse número estará

[19] Se considerarmos, além do INSS, os gastos com os regimes próprios da União, estados e municípios, a despesa com Previdência totalizou 12,4% do PIB em 2016, último ano em que há informações disponíveis dos governos subnacionais.

próximo a dois, fazendo com que haja muito menos trabalhadores contribuindo com as aposentadorias dos mais idosos (Tabela 5).

Dito de outra forma, a taxa de crescimento da população mais idosa, acima de 4% ao ano nos próximos dez anos, implicará inevitavelmente aumento dos gastos com aposentadorias. Nesse caso, as consequências são claras: haverá cada vez menos espaço para outros gastos públicos, como os investimentos.

Em realidade, com o teto de gastos em vigor, essa tendência acaba sendo reforçada. Como mencionado na seção anterior, esse movimento já vem ocorrendo: as despesas discricionárias do governo central receberam forte ajuste em 2017, ao mesmo tempo que as despesas previdenciárias aumentaram mais uma vez.

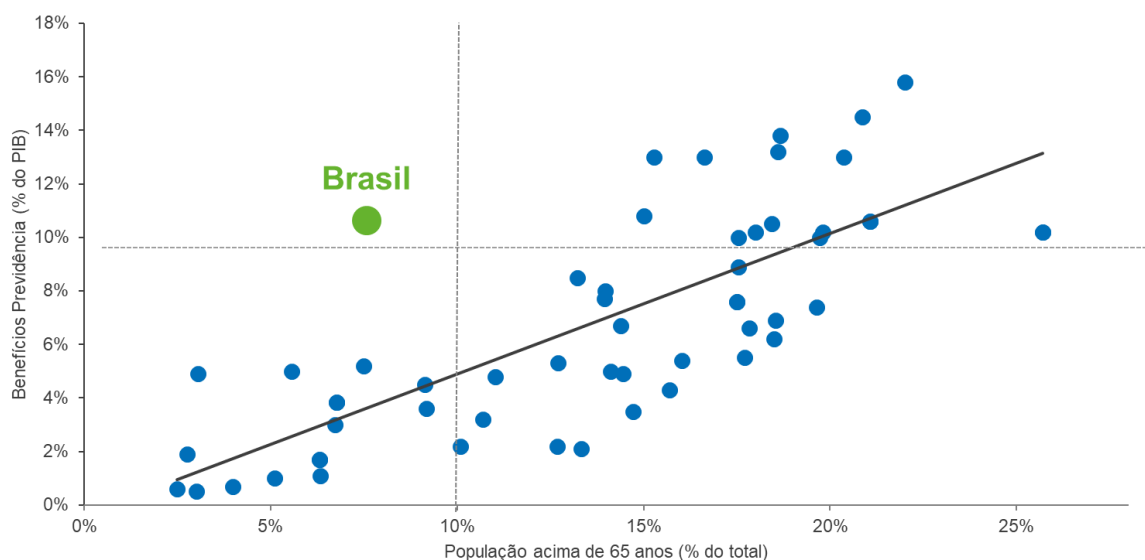
Nesse contexto de participação elevada e crescente dos gastos previdenciários em relação ao total, a reforma da Previdência se torna fundamental para lidar com a questão.

Tabela 5 – Estrutura etária da população

	Faixa etária				
	(A)	(B)	(C)	Total	(B)/(C)
	0-19	20-64	65+		
2000	40,5%	53,9%	5,6%	100,0%	9,62
2010	34,3%	58,9%	6,8%	100,0%	8,69
2020	28,8%	61,7%	9,4%	100,0%	6,55
2030	24,2%	62,4%	13,4%	100,0%	4,64
2040	21,2%	61,2%	17,6%	100,0%	3,48
2050	19,3%	58,1%	22,6%	100,0%	2,56
2060	17,8%	55,4%	26,8%	100,0%	2,07

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de IBGE – Projeção da População do Brasil.

Outra razão para justificar a reforma é que, além das perspectivas demográficas, o Brasil tem um volume de gasto com Previdência que diverge bastante dos padrões internacionais, quando se leva em conta a estrutura etária brasileira. O Gráfico 13 apresenta os dados da comparação internacional para 2014. Pode-se perceber que, para países com proporção de idosos (acima de 65 anos) abaixo de 10%, o Brasil gasta, em percentual do PIB, quase o dobro do segundo colocado.

Gráfico 13 – Gastos com Previdência e proporção da população idosa (2014) – comparação internacional

Fonte: Nemer e Góes (2018).

Nota: Os autores agradecem a Gabriel Nemer e Manoela Scott a gentileza no envio dos dados.

A explicação para esse fato é extensa – explorada em maior detalhe em Giambiagi e Afonso (2015) –, mas destaca-se o excesso de aposentadorias precoces no país. De fato, a média da idade de aposentaria no país também é bastante divergente do que ocorre no resto do mundo. Por essa razão, a principal medida proposta na reforma da Previdência apresentada em 2016 foi a adoção de uma idade mínima que fosse subindo progressivamente ao longo dos anos.

Em suma, esta seção procurou mostrar brevemente um dos principais gargalos para o crescimento futuro, com implicações claras: o rápido envelhecimento populacional pressionará bastante os gastos públicos, deixando cada vez menos espaço para despesas com maior impacto de longo prazo, como é o caso dos investimentos públicos e da política social com maior focalização.

7. A dinâmica do produto potencial

O produto potencial é uma medida bastante utilizada por economistas para se referirem à capacidade de produção efetiva de uma economia que mantenha o equilíbrio macroeconômico. Trata-se de uma variável não observável, que leva em conta o estoque de capital existente, a quantidade e qualificação dos trabalhadores e a produtividade da economia, o que tem a ver tanto com as tecnologias utilizadas quanto com a eficiência alocativa dos fatores de produção.

O produto potencial é alcançado quando todos os componentes de oferta são utilizados à plena capacidade, observando a manutenção do equilíbrio macroeconômico, isto é, todas as fábricas e demais unidades produtivas, assim como a totalidade dos trabalhadores (respeitando a taxa natural de desemprego e os níveis normais de utilização do capital). Como é amplamente conhecido, as oscilações da economia em torno de seu produto potencial se dão principalmente em razão das condições de demanda, responsáveis por flutuações econômicas de curto prazo.[20]

Apesar das amplas dificuldades de mensuração, o produto potencial é um conceito de grande importância na análise econômica. Em primeiro lugar, é uma importante ferramenta para a condução da política monetária. No curto prazo, acredita-se que a inflação dependa do nível de ociosidade da economia. Assim, bancos centrais precisam saber a distância do produto efetivo para o produto potencial (hiato do produto), o que os ajudará a estimar o grau de pressões inflacionárias de curto prazo.

Em segundo lugar, o seu conhecimento ajuda na elaboração de estratégias de longo prazo: se um país pretende produzir mais no futuro, uma condição necessária é que a sua capacidade de produção também cresça, o que depende de maior investimento em capital fixo, capital humano e demais itens relacionados à produtividade.

Do ponto de vista formal, normalmente aborda-se o produto potencial a partir de uma função de produção, especificada da seguinte maneira:

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha} L_t^{1-\alpha},$$

[20] Vale destacar que Souza Jr. (2014) afirma que a definição de produto potencial não é consensual entre os economistas, mas reforça que a palavra “potencial” não representa um limite físico estrito para a capacidade produtiva de uma economia, que só seria relevante em tempos de guerra.

em que Y é o produto, K é o estoque de capital, L é o estoque da força de trabalho, A é a PTF e α denota o coeficiente da participação do capital no produto, seguindo uma função do tipo Cobb-Douglas.

A partir dessa expressão, é possível decompor a dinâmica do produto potencial, por meio de diferentes hipóteses para cada fator.

A seguir, será analisado o comportamento recente do produto potencial, discutindo-se qual a distância atual entre o produto efetivo e o produto potencial, conhecido como hiato do produto. Em seguida, nas próximas seções, será discutida a evolução futura do produto potencial e do PIB efetivo, a partir de premissas em relação à evolução de seus fatores.

7.1 Comportamento recente (hiato)

Qual é o tamanho do hiato na economia brasileira neste início de 2018?

Essa é umas das perguntas mais relevantes no debate econômico atual.

O hiato pode ser definido como o grau de ociosidade da economia. É a diferença de quanto ela pode produzir (quando empregados todos os fatores de produção em seus níveis de utilização normais) mantendo um equilíbrio macroeconômico (produto potencial) em relação a quanto ela de fato produz em certo momento.

Quanto maior a ociosidade, em tese, menores são as pressões inflacionárias, uma vez que aumentos de demanda podem ser atendidos com aumento da produção (em vez de aumento dos preços). Assim, até que a economia passe a operar novamente à plena capacidade, o crescimento da produção se torna mais fácil.

Dessa maneira, se o hiato é grande, é provável que a economia cresça a taxas maiores por mais tempo, com menor inflação e menor taxa de juros. Quando o hiato fecha, por outro lado, o crescimento mais fácil se esgota: sem crescimento da produtividade, a inflação tende a aparecer, exigindo aumento de juros pelo Banco Central.

O que ocorre hoje no Brasil?

O pico do PIB brasileiro se deu em 2014. Comparando com a produção de 2017, estamos cerca de 6% abaixo do volume alcançado no pico.

Além disso, quando se assume que o PIB de 2014 estava próximo ao produto potencial e que este tinha uma taxa de crescimento de 2,5%, como era estimado à época, tem-se

que o PIB potencial brasileiro deveria encerrar 2017 a um nível cerca de 8% maior do que o PIB potencial de 2014. Ou seja, a diferença hoje entre o produto efetivo e o produto potencial seria de 14%.

Contudo, a conta não é simples assim, pois há que se considerar alguns fatores importantes.

Por exemplo, a economia operava acima do pleno emprego no pico? Desde então, como se comportou o estoque de capital? Em relação à mão de obra: será que ela se tornou mais ou menos eficiente no período? Será que os anos de desemprego ou subemprego elevados causaram danos permanentes à força produtiva (histerese)? Qual foi o comportamento da PTF no período?

A resposta para essas perguntas não é trivial. Para ajudar um pouco, pode-se buscar evidências de fora.

Um grupo de trabalhos realizados para países desenvolvidos após a crise de 2008 concluiu que crises de grande magnitude poderiam destruir parte do PIB potencial da economia. Os principais canais seriam a histerese no mercado de trabalho e queda (e, em alguns casos, má alocação) do investimento. Sem levar isso em conta, economistas poderiam superestimar a capacidade ociosa da economia após crises desse tipo.

Nesse caso específico das economias desenvolvidas no pós-crise, por exemplo, Ball (2014) compara as trajetórias de PIB potencial estimadas antes e depois da crise para 23 países. Ele encontrou grande diferença entre as duas variáveis, atribuindo-a justamente ao que fora destruído com a crise. Para os países de sua amostra, o resultado médio indicava uma destruição de 8,4% do PIB potencial.

Essa literatura ajuda a corroborar a hipótese de que crises econômicas podem destruir parte do PIB potencial nas economias. Em relação ao caso brasileiro, em particular, recentemente foram divulgados trabalhos importantes para estimar o atual hiato da economia.

IFI (2018), por exemplo, estuda a evolução do produto potencial nas últimas duas décadas, decompondo a contribuição de cada fator para seu desempenho mediante a abordagem da função de produção. Com base no produto observado, o estudo estima o

hiato da economia brasileira em diferentes momentos, chegando ao número 7,7% para o terceiro trimestre de 2017 (ou uma média de -7,7% para os últimos quatro trimestres).[21]

Ipea (2018), por sua vez, atualiza as estimativas para o hiato do produto brasileiro também com base em uma função de produção do tipo Cobb-Douglas, encontrando um valor de 4,4% ao fim de 2017 (e -4,5% na média de 2017). O menor hiato havia sido atingido no quarto trimestre de 2016 (-6%) e já estaria em processo de fechamento.

Como se percebe, dois dos principais trabalhos existentes para estimar o hiato da economia brasileira encontram valores bem diferentes, o que, de certa maneira, é compreensível, dada a dificuldade metodológica para a mensuração dessa variável não observável.

Vale ressaltar que, quanto mais negativo for o hiato do produto, mais a economia brasileira poderá crescer nos próximos anos, mantendo tudo mais constante, como será visto nas próximas seções.

[21] Entre 1997 e 2017, o crescimento do PIB potencial foi estimado em 2,6% ao ano, sendo 3,9% ao ano entre 2005 e 2010 e 2% ao ano entre 2011 e 2017. Em relação à PTF, ao longo de todo o período, o crescimento foi de 0,4% ao ano, sendo 1,6% ao ano entre 2005 e 2010 e 0% (nulo) entre 2011 e 2017 (IFI, 2018).

8. Crescimento 2018 a 2023: hipóteses

Nesta seção, propõe-se um exercício simples para analisar as possibilidades de crescimento da economia brasileira de 2018 a 2023. Para isso, combina-se uma análise do produto potencial, por meio de uma função de produção (conforme especificado anteriormente), com hipóteses para o crescimento efetivo. Para a realização do exercício, é necessário desenvolver anteriormente as hipóteses utilizadas no cenário de referência.

8.1 Crescimento da força de trabalho

Como já exposto na seção sobre a Previdência, é fato amplamente conhecido que o Brasil passa por um envelhecimento populacional. Dessa maneira, o crescimento da população em idade laboral vem se desacelerando progressivamente, sendo que passará a decrescer em 2037 (considerando a faixa dos 20 aos 64 anos).

A Tabela 6 mostra a evolução da população em idade de trabalhar, considerando diferentes janelas etárias, conforme as projeções do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Para a faixa entre 20 e 64 anos, o crescimento médio é de 0,99% nos próximos seis anos, mas em desaceleração ao longo do período. Vale ressaltar que, durante a década de 2000, essa mesma faixa etária apresentou crescimento médio de 2,10%.[22]

Na simulação principal – do cenário de referência –, adota-se como premissa para crescimento da oferta de trabalho potencial (população economicamente ativa – PEA) de 2018 a 2023 a evolução da população entre 20 e 64 anos. Essa faixa etária foi escolhida pelo fato de apresentar maior aderência à trajetória de crescimento da força de trabalho da PNADC de 2012 a 2017, de 1,46% ao ano.

[22] Numericamente, a população entre 20 e 64 anos passa de 126,8 milhões de pessoas em 2017 para 134,5 milhões em 2023 (alta de 6,1%). Atingirá seu máximo em 2036, de 140,3 milhões, e a partir daí irá se reduzir até 120,8 milhões em 2060.

Tabela 6 – Crescimento da população em diferentes faixas etárias (% ao ano)

	15-59	15-64	20-64	Total
2018	0,79%	0,96%	1,13%	0,73%
2019	0,71%	0,88%	0,08%	0,70%
2020	0,63%	0,80%	1,01%	0,67%
2021	0,55%	0,72%	0,98%	0,64%
2022	0,47%	0,65%	0,90%	0,61%
2023	0,39%	0,57%	0,81%	0,58%
Média	0,59%	**0,76%**	**0,99%**	**0,66%**

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de IBGE – Projeção da População do Brasil.

8.2 Crescimento do estoque de capital

O estoque de capital evolui com base na seguinte equação:

$$K_{t+1} = K_t * (1 - \mathrm{d}) + I_t,$$

em que K é o estoque de capital, d é a taxa depreciação e I é o investimento.

A evolução do capital depende do investimento, que pode ser escrito também como a taxa de investimento vezes o PIB. Nesse caso, para calcular a evolução do estoque de capital, é necessário conhecer qual a relação entre o capital e o produto no período inicial. Na literatura, é comum utilizar valores próximos a três. Neste trabalho, adota-se o valor informado por IFI (2018), de 2,7 no fim de 2017.[23,24]

Para os próximos anos, é importante notar que o crescimento do estoque de capital é prejudicado pela baixa taxa de investimento que vem sendo observada na economia brasileira, de maneira que o investimento vem cobrindo pouco mais do que a depreciação. Em 2017, por exemplo, essa taxa foi de apenas 15,6%, a menor desde o início da nova série de Contas Nacionais, em 1996. Nesse caso, o estoque de capital em 2018 é apenas levemente superior ao de 2017, implicando baixo crescimento do produto potencial neste ano.

[23] IFI (2018) calcula a evolução do estoque de capital a partir da série do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), baseada em Morandi e Reis (2004), que disponibiliza dados até 2008. Para atualizar a série, IFI (2018) combina a utilização de premissas quanto à depreciação, juntamente com dados de fluxo de investimento das Contas Nacionais até 2017, para obter a evolução desse estoque até 2017. Os autores agradecem a Rafael Bacciotti, da IFI, a gentileza no envio dos dados.

[24] Adota-se ainda a taxa de depreciação de 4,5%, valor recorrentemente utilizado na literatura de crescimento.

8.3 Crescimento da PTF

Utiliza-se, no cenário de referência, uma taxa de crescimento da PTF que sai progressivamente de 0,5% em 2018 para 1% em 2023. Estima-se que seja um número aproximadamente em linha com períodos de crescimento razoável para a economia brasileira, tendo em vista os trabalhos citados ao longo deste documento (principalmente na segunda seção).

8.4 Hipóteses adicionais: PIB e investimentos efetivos e hiato inicial

No esquema aqui proposto, o crescimento do PIB efetivo no cenário de referência é de 2,5% em 2018. Para os anos seguintes, as hipóteses serão explicadas à frente. Para o investimento, utiliza-se uma taxa maior, de 6% em 2018 e de 7% para o restante, seguindo a média observada entre 2003 e 2013.

A avaliação das possibilidades de crescimento nos próximos anos depende não só da evolução do produto potencial, mas também do hiato do produto considerado no período inicial. No cenário de referência, é adotado o hiato do produto de -4,5% em 2017, que corresponde ao número de Ipea (2018), optando por uma postura mais conservadora, visando minimizar os riscos de pressão inflacionária que poderiam decorrer da alternativa de adoção de um hiato que superestimasse o grau de ociosidade efetiva. Dessa forma, denotando como 100 o produto potencial em 2017, o produto efetivo em 2017 seria de 95,5.

8.5 Mercado de trabalho

Por fim, analisa-se também a evolução do mercado de trabalho de 2018 a 2023, em particular as variáveis população ocupada (PO) e taxa de desemprego, que se relacionam com o crescimento econômico a ser alcançado nos próximos anos.

Para essa finalidade, adota-se uma versão modificada para a Lei de Okun, relacionando variação do produto com variação da população ocupada. Estima-se a equação linear com base em uma amostra anual, para o período de 1997 a 2017, cujos resultados são descritos pela seguinte equação:

$$PO = 0{,}28 * Y + 0{,}01,$$

em que PO é a variação da população ocupada e Y é a variação do produto, ambas em variação percentual.

Combinando a evolução da PO com a evolução da PEA, obtém-se a taxa de desemprego.

9. Cenários para a economia brasileira: 2018-2023

A partir das hipóteses descritas na seção anterior, apresenta-se o cenário de referência para a economia brasileira de 2018 a 2023, com base no exercício aqui proposto, como pode ser visto na Tabela 7A (cenário A).

Nesse cenário, considerando que o produto potencial depende da trajetória do investimento e que a evolução do hiato depende tanto do produto potencial quanto do PIB efetivo, dada a hipótese de crescimento de 2,5% em 2018, adotou-se uma taxa de crescimento do PIB em 2023 que, com uma trajetória linear entre 2018 e 2023, gerasse por hipótese um hiato nulo em 2023. Esse número de crescimento do PIB foi de 3,4% em 2023, determinando a trajetória de PIB apresentada na Tabela 7A.[25]

Tabela 7A – Economia brasileira: cenário de referência 2018-2023 (cenário A)

	PIB potencial								PIB efetivo				Hiato
	Capital (K)		**Trabalho (L)**		**PTF**		**PIB potencial**		**PIB**		**Investimento**		
	Estoque	Cresc.	Estoque	Cresc.	Índice	Cresc.	Índice	Cresc.	Índice	Cresc.	Cresc.	Taxa	
	K	gK	L	gL	A	gA	Y	gY	Ye	gYe	gIe	Ie/Ye	
2017	100,0		100,0		100,0		100,0		95,5			15,6%	**-4,5%**
2018	101,3	1,3%	101,1	1,13%	100,5	0,5%	101,7	1,7%	97,9	2,5%	6,0%	16,1%	**-3,7%**
2019	102,8	1,5%	102,2	1,08%	101,1	0,6%	103,6	1,9%	100,5	2,7%	7,0%	16,8%	**-3,0%**
2020	104,8	1,9%	103,3	1,01%	101,8	0,7%	105,7	2,1%	103,4	2,9%	7,0%	17,5%	**-2,2%**
2021	107,1	2,2%	104,3	0,98%	102,6	0,8%	108,1	2,3%	106,5	3,0%	7,0%	18,2%	**-1,5%**
2022	109,8	2,5%	105,2	0,90%	103,5	0,9%	110,8	2,5%	110,0	3,2%	7,0%	18,8%	**-0,8%**
2023	112,8	2,8%	106,1	0,81%	104,6	1,0%	113,7	2,6%	113,7	3,4%	7,0%	19,5%	**0,0%**

Fonte: Elaboração própria.

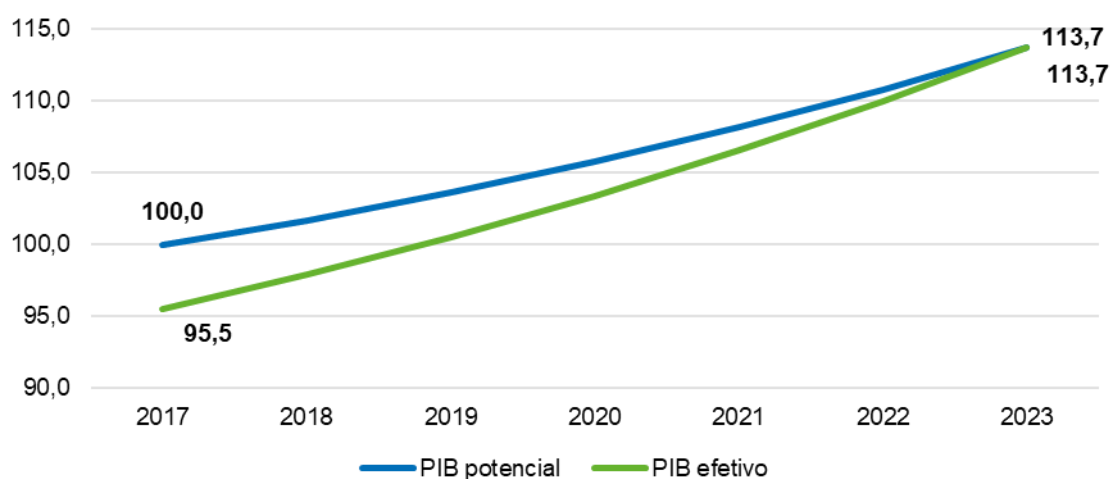
[25] No Apêndice 1, disponibiliza-se tabela com a desagregação do PIB em seus componentes de demanda e de oferta para o cenário A, realizada por meio de exercício de consistência explicitado na própria tabela.

Tabela 7B – Economia brasileira: cenário de referência 2018-2023 (cenário A)

	Mercado de trabalho				População total	PIB *per capita*	Emprego	PIB por trabalhador ocupado
		Índice	**Índice**	**Desemprego**	**Cresc.**	**Cresc.**	**Cresc.**	**Cresc.**
	Pop.	PEA	PO	U	POP			
2017	100,0	100,0	87,30	12,7%				
2018	100,7	101,1	88,78	12,2%	0,7%	1,8%	1,7%	0,8%
2019	101,4	102,2	90,34	11,6%	0,7%	2,0%	1,8%	0,9%
2020	102,1	103,3	91,96	10,9%	0,7%	2,2%	1,8%	1,0%
2021	102,8	104,3	93,67	10,2%	0,6%	2,4%	1,9%	1,2%
2022	103,4	105,2	95,45	9,3%	0,6%	2,6%	1,9%	1,3%
2023	104,0	106,1	97,31	8,2%	0,6%	2,8%	2,0%	1,4%

Fonte: Elaboração própria.

Dessa forma, o produto efetivo cresceria a uma média de 2,9% entre 2018 e 2023, progressivamente fechando o hiato inicial, como mostra o Gráfico 14. Nesse cenário, o PIB *per capita* cresceria a uma taxa média de 2,3%, e o desemprego cairia de uma média de 12,7%, em 2017, para uma média de 8,2% em 2023 (Tabela 7B).

Gráfico 14 – Evolução do produto potencial e do produto efetivo – 2017 a 2023 (em nível)

Fonte: Elaboração própria.

Outro exercício é feito da seguinte maneira: qual o crescimento médio efetivo entre 2018 e 2023 que fecharia o hiato somente em 2023? A Tabela 8 apresenta as possíveis taxas, de acordo com diferentes hipóteses para o hiato do produto e a taxa de investimento efetiva da economia (a célula em destaque corresponde ao caso do cenário A).

Tabela 8 – Média de crescimento efetivo 2018 a 2023 para diferentes cenários de hiato inicial e crescimento do investimento

		Crescimento médio do PIB 6 anos – 2018-2023 (23%)	
		Hiato inicial 2017 (%)	
		4,5%	6,0%
Crescimento do investimento – 2019-2023 (% a.a.)	5,0%	2,9	3,1
	7,0%	2,9	3,2
	9,0%	3,0	3,3

Fonte: Elaboração própria.

Obs.: Crescimento do investimento em 2018 igual a 6%.

A trajetória prevista no cenário básico exposto na Tabela 7A, conquanto envolva taxas de crescimento inferiores aos bons anos da década passada, implica uma recuperação progressiva da renda *per capita*, resultante do fato de que o PIB cresce a taxas progressivamente maiores, ao mesmo tempo que a taxa de crescimento populacional declina (Tabela 9). Cabe esclarecer, de qualquer forma, que, como o hiato do produto vai progressivamente se fechando, a taxa de crescimento do PIB evolui a taxas superiores às da expansão do produto potencial.

A taxa de crescimento do PIB potencial, embora aumente ao longo do tempo em relação ao baixo dinamismo da variável em 2018 (apenas 1,7%), chegaria a 2023 em 2,6%, o que significa que a sustentação do crescimento depois de 2023 a taxas similares à observada naquele ano só poderia se dar com um crescimento do investimento significativamente mais forte que o previsto. Consequentemente, seria difícil sustentar, em meados da próxima década, taxas de variação do PIB maiores que 3% ao ano, a não ser que o investimento, ou a PTF, crescesse mais fortemente. Isso requereria uma mudança tecnológica mais intensa, combinada com melhoras expressivas do capital humano e maiores efeitos positivos da infraestrutura.[26]

[26] No Apêndice 2, foi realizado um novo exercício relacionado à projeção do crescimento do PIB potencial.

Tabela 9 – Síntese: desempenho macroeconômico, por período (% ao ano)

Período	PIB	PIB potencial	População total	PIB *per capita*	Emprego	PIB/trabalhador ocupado
2015-2018	-0,92	0,40	0,78	-1,69	0,02	-0,94
2019-2022	2,95	2,17	0,66	2,27	1,83	1,10
2023	3,40	2,62	0,58	2,80	1,95	1,42

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Para os dados anteriores a 2017, foram utilizados os dados oficiais de PIB, população e mercado de trabalho, todos do IBGE. Para o produto potencial observado entre 2015 e 2017, utilizaram-se dados de Ipea (2018).

O cenário A envolve um componente normativo associado à ideia de que o governo conseguiria controlar a trajetória do PIB de forma que, por hipótese, o hiato do produto se feche em 2023. Alternativamente, o cenário B (Tabela 10) contempla a trajetória do PIB do *Focus* – que vai até 2022 –, apenas repetindo em 2023 a mesma taxa prevista para 2022. Nesse cenário, que envolve um crescimento inicial ligeiramente maior, a previsão de mercado é de que, posteriormente, o dinamismo da economia cederia levemente. Mantida a mesma hipótese de hiato inicial do nosso cenário de referência, o hiato se fecharia gradualmente, mas não a ponto de ser inteiramente eliminado até o fim de 2023.

Tabela 10 – Economia brasileira: cenário 2018 a 2023 (cenário B)

	PIB potencial										PIB efetivo				
	Capital (K)		**Trabalho (L)**		**PTF**		**Yp**	**PIB potencial**		**PIB**		**Investimento**		**Hiato**
	Estoque	Cresc.	Estoque	Cresc.	Índice	Cresc.		Índice	Cresc.	Índice	Cresc.	Cresc.	Taxa	
	K	gK	L	gL	A	g A	Y	Y	gY	Ye	gYe	gIe	Ie/Ye	
2017	100,0		100,0		100,0		14606,5	100,0		95,5			15,6%	-4,5%
2018	101,3	1,3%	101,1	1,13%	100,5	0,5%	14.854	101,7	1,7%	98,1	2,8%	6,0%	16,1%	-3,5%
2019	102,8	1,5%	102,2	1,08%	101,1	0,6%	15.133	103,6	1,9%	101,1	3,0%	7,0%	16,7%	-2,4%
2020	104,8	1,9%	103,3	1,01%	101,8	0,7%	15.445	105,7	2,1%	103,6	2,5%	7,0%	17,5%	-2,0%
2021	107,1	2,2%	104,3	0,98%	102,6	0,8%	15.797	108,1	2,3%	106,2	2,5%	7,0%	18,2%	-1,8%
2022	109,8	2,5%	105,2	0,90%	103,5	0,9%	16.184	110,8	2,5%	109,0	2,6%	7,0%	19,0%	-1,6%
2023	112,8	2,8%	106,1	0,81%	104,6	1,0%	16.609	113,7	2,6%	111,9	2,6%	7,0%	19,8%	-1,6%

Fonte: Elaboração própria.

A trajetória comparativa dos dois cenários (A e B) é apresentada no Gráfico 15 e na Tabela 11.

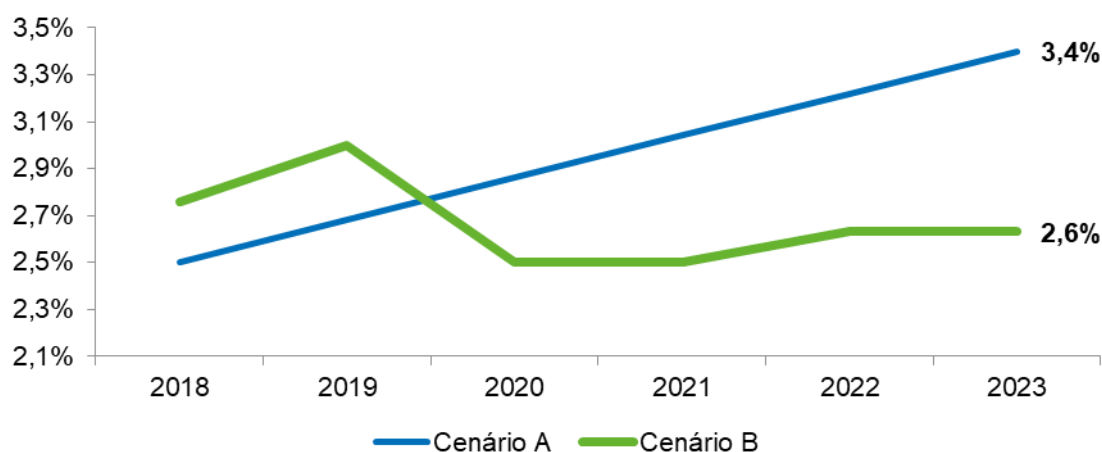
Gráfico 15 – Evolução das taxas de crescimento 2018 a 2023 nos dois cenários

Fonte: Elaboração própria.

Tabela 11 – Taxas de crescimento médio do PIB, nos dois cenários, nos seis anos compreendidos entre 2018 e 2023 (% ao ano)

	Cenários	
Período	A	B
Crescimento PIB	2,95	2,67

Fonte: Elaboração própria.

Observa-se que, embora a trajetória do cenário B seja inicialmente mais favorável que a do cenário A, este é aquele que gera maior taxa média de crescimento. Nesse sentido, consideramos que ele é preferível aos outros, ainda que com um desempenho da economia inicialmente mais modesto. Naturalmente, restaria o desafio de conduzir a economia seguindo essa trajetória, algo que, no detalhe, é sempre difícil de garantir, dada a multiplicidade de influências que afetam o comportamento do produto no dia a dia.

É importante, no fim desta seção, registrar que o aumento da taxa de investimento exibido na Tabela 7A é consistente com a trajetória do consumo que decorre dos números apresentados no Apêndice. Nesse cenário, o consumo total (soma do consumo das famílias com o do governo), que entre 2011 e 2016 aumentou de 78,9% para 84,2% do PIB e que em 2017 começou a se ajustar cedendo para 83,5% do PIB, cairia gradualmente até 80,4% do PIB em 2023 (Gráfico 16 e Tabela 12). Caso a situação evolua conforme o gráfico e tabela citados, o aumento da taxa de investimento não acarretaria um vultoso incremento do desequilíbrio externo, como o que foi observado historicamente em outros processos de aumento do investimento no Brasil.

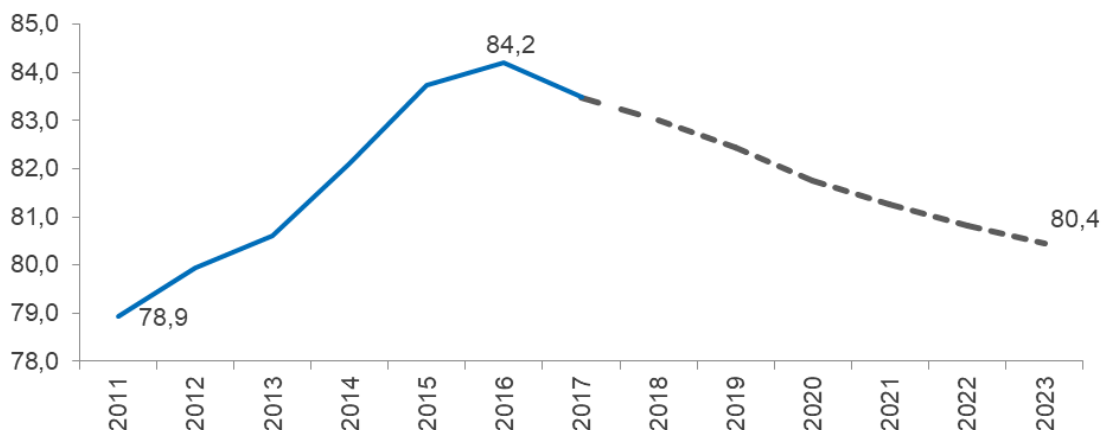
Gráfico 16 – Consumo total – 2011 a 2023 (% PIB)

Fonte: Elaboração própria, com base em dados de IBGE – Contas Nacionais Trimestrais (até 2017) e simulação própria (2018 a 2023).

Tabela 12 – Consumo das famílias e do governo – 2017 a 2023 – cenário A (% PIB)

	Consumo das famílias	Consumo do governo	Total
2017	63,4	20,0	83,48
2018	63,3	19,7	83,01
2019	63,2	19,2	82,44
2020	62,9	18,9	81,76
2021	62,8	18,5	81,27
2022	62,7	18,1	80,83
2023	62,8	17,7	80,44

Fonte: Elaboração própria.

10. Consideração sobre as taxas de juros do BNDES no cenário 2018-2023

Para os próximos anos, espera-se que, em um cenário de manutenção das políticas atuais, juntamente com a expectativa de crescimento do produto descrita anteriormente, a continuidade das reformas permita seguir a trajetória de queda das taxas de juros reais da economia brasileira. A Tabela 13 apresenta hipóteses para a parcela real da taxa de juros (Nota do Tesouro Nacional – Série B – NTN-B) nos vértices de cinco e 25 anos de 2018 a 2023, comparadas com a situação inicial.

Além disso, a mesma tabela apresenta a evolução da parcela real da TLP relacionada a esse cenário, que equivale à taxa de cinco anos multiplicada pelo "fator alfa". Esse fator, como instituído pela Lei 13.483/2017, que criou a TLP, tem uma progressão ao longo do tempo, saindo de 0,57, em 2018, para 1, em 2023.

É possível perceber que, nesse cenário, a parcela real da TLP, no curto prazo, tem valor bem competitivo diante das taxas hipotéticas do vértice de 25 anos. Em 2018, por exemplo, enquanto considera-se que o vértice de 25 anos tem uma taxa real de 5,5%, a parcela real da TLP é 2,6%, menor que a metade da primeira. Essa diferença vai se reduzir ao longo do tempo, tanto porque a curva de mercado tende a ficar menos inclinada quanto porque o fator alfa irá subir gradualmente.

Tabela 13 – Taxa de juro real NTN-B fim de ano (%)

Prazo (anos)	5	25	Fator alfa	J
Referência inicial	4,5	5,4	0,57	2,6
2018	4,5	5,5	0,57	2,57
2019	4,2	5,1	0,66	2,77
2020	3,9	4,7	0,74	2,89
2021	3,6	4,3	0,83	2,99
2022	3,3	3,9	0,91	3,00
2023	3,0	3,5	1,00	3,00

Fonte: Elaboração própria.

Ao mesmo tempo, cumpre destacar duas observações:

- Na média dos quatro anos do próximo governo (2019-2022), a taxa de juro $J_{i,}$ correspondente ao componente real da TLP, seria de 2,9%, sensivelmente inferior à previsão média de cinco anos no mesmo período, de 4,5%, implicando, portanto, um espaço de atuação importante para o BNDES no apoio à infraestrutura.
- Mesmo com a plena vigência da TLP "cheia" em 2023, ela deveria continuar a representar uma taxa mais favorável do que as taxas de mercado para vinte a trinta anos de prazo.

11. Considerações finais

O presente trabalho teve como objetivo apresentar um panorama atual sobre a economia brasileira, destacando a evolução recente e os principais desafios e, sobretudo, apresentando possíveis cenários de crescimento para o período de 2018 a 2023.

Em relação ao cenário prospectivo, propôs-se um exercício simples, levando em conta as possibilidades do crescimento potencial e o hiato existente hoje, para analisar as possibilidades de crescimento efetivo dos próximos anos.

O cenário de referência, baseado em diversas premissas apresentadas ao longo do texto, permite fazer as seguintes considerações:

- Uma agenda de reformas, destinada a permitir um aumento da produtividade da economia brasileira, em um contexto de maior competição e abertura da economia, possibilitaria uma recuperação gradual ao longo dos próximos cinco anos.
- Em razão da perda de dinamismo do produto potencial, cenários de crescimento sustentado a taxas da ordem de 4% a 5% são irrealistas no horizonte contemplado neste estudo.
- No cenário traçado, o crescimento médio anual seria de 2,9%, com deslocamento gradual do crescimento de aproximadamente 2,5% no início do processo para taxas ligeiramente superiores a 3% no fim do horizonte do cenário de referência, em 2023.
- Nesse cenário, a taxa de investimento aumentaria gradualmente, de 15,6% do PIB em 2017 para perto de 20% do PIB em 2023.
- Pode-se concluir que, no período considerado, os números apresentados sugerem que a economia brasileira encontra-se em condições de crescer a um ritmo da ordem de 2,5% a 3,0% sem o surgimento de maiores pressões inflacionárias.
- Em tais circunstâncias, a demanda por recursos do BNDES seria negativamente afetada pela mudança das condições concorrenciais resultantes da maior aproximação da TLP em relação às taxas de mercado, mas se beneficiaria da maior necessidade de investimentos da economia.
- Alternativamente, o texto apresenta um cenário com trajetória diferente para o PIB. Nele, o crescimento é inicialmente maior, seguindo as expectativas do *Boletim Focus*, mas depois cede ligeiramente. Ao fim do período contemplado, o hiato não se fecha completamente. Nesse caso, a economia sofreria menores pressões inflacionárias, que provavelmente demandaria menor resposta da autoridade monetária.

Referências

APPY, B. Propostas para melhorar a qualidade do sistema tributário. In: *Coletânea de capítulos da agenda "Sob a Luz do Sol"*. Centro de Debate de Políticas Públicas, 2014.

BALL, L. *Long-term damage from the great recession in OECD countries*, 2014. (Working Paper, NBER 20.185)

BANCO MUNDIAL. *Um ajuste justo*: análise da eficiência e equidade do gasto público no Brasil. Brasília, 2017.

______. *Emprego e crescimento*: a agenda da produtividade. Brasília, 2018.

BARBOSA FILHO, F. *Nota sobre evolução da produtividade no Brasil*. Nota técnica. IBRE-FGV, 2014.

BARBOSA FILHO, F.; VELOSO, F. Brazil: costs and economic benefits of education. In: SCHWARTZMAN, S. (ed.). *Education in South America*. Bloomsbury, 2015.

BARBOZA, R. *et al. A indústria, o PSI, o BNDES e algumas propostas*. Rio de Janeiro: BNDES, 2017. (Texto para Discussão, n. 114)

BARBOZA, R.; ZILBERMAN, E. Os efeitos da incerteza sobre a atividade econômica no Brasil. *Revista Brasileira de Economia*, 72(2), abr.-jun. 2018.

BONELLI, R. Produtividade e armadilha do lento crescimento. In: DE NEGRI, F.; CAVALCANTE, L. R. (orgs.) *Produtividade no Brasil*: desempenho e determinantes. Brasília: Ipea, 2014.

BONELLI, R.; BACHA, E. Crescimento brasileiro revisitado. In: VELOSO, F. *et al*. (org.). *Desenvolvimento econômico*: uma perspectiva brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

BONELLI, R.; VELOSO, F. Rio de Janeiro: crescimento econômico e mudança estrutural. In: PINHEIRO, A. C.; VELOSO, F. (org.). *Rio de Janeiro*: um estado em transição. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2012.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Proposta de Emenda à Constituição nº 241/2016. Altera o Ato das Disposições Constitucionais Transitórias, para instituir o Novo Regime Fiscal, e dá outras providências. Brasília, 2016.

CAVALCANTE, L.; DE NEGRI, F. *Evolução recente dos indicadores de produtividade no Brasil*. Rio de Janeiro: Ipea, 2014. (Texto para Discussão, n. 1.955)

DE NEGRI, F.; CAVALCANTE, L. *Produtividade no Brasil*: desempenho e determinantes. Brasília: ABDI/Ipea, 2014.

ELLERY JR., R. *Produtividade total dos fatores no Brasil no período pós-reformas*: comportamento e possíveis explicações. 2013.

FERREIRA, P.; VELOSO, F. O desenvolvimento econômico brasileiro no pós-guerra. In: VELOSO, F. *et al. Desenvolvimento econômico*: uma perspectiva brasileira. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.

FUNDAÇÃO ULYSSES GUIMARÃES. *Uma ponte para o futuro*. Brasília, 2015. Disponível em: <https://www.fundacaoulysses.org.br/blog/acervo/>. Acesso em: abr. 2018.

GIAMBIAGI, F.; AFONSO, L. Previdência do setor público e o INSS: a fotografia e o filme. In: TAFNER, P.; BOTELHO, C.; ERBISTI, R. (org.). *Reforma da previdência* – a visita da velha senhora. Brasília: Gestão Pública, 2015, p. 109-132.

GIAMBIAGI, F.; ALMEIDA JR., M. *A retomada do crescimento*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2017.

IFI – INSTITUIÇÃO FISCAL INDEPENDENTE. *Hiato do produto na economia brasileira*: estimativas da IFI pela metodologia de função de produção. Brasília: IFI, 2018.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. *Carta de Conjuntura nº 38*. Brasília: IPEA, 2018.

LCA CONSULTORES. Série histórica desde 1995 para a PNAD contínua. Análise Especial, maio 2015.

MCKINSEY. *Bridging global infrastructure gaps*. McKinsey Global Institute, June, 2016.

MORANDI, L.; REIS, E. Estoque de capital fixo no Brasil, 1950-2002. In: XXXII ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA. João Pessoa, 2004. *Anais*... v. 42, 2004.

NEMER, G.; GÓES, C. *Reforma da previdência*: um guia para não economistas. Nota de Política Pública n. 01/2018. São Paulo: Instituto Mercado Popular, 2018.

OCDE – ORGANIZAÇÃO PARA COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO. *Relatórios econômicos OCDE*: Brasil. Brasília, 2018.

PEREIRA, L. O Brasil é uma economia fechada? *Conjuntura Econômica*. Rio de Janeiro, jan. 2017.

SAE – SECRETARIA ESPECIAL DE ASSUNTOS ESTRATÉGICOS. Abertura comercial para o desenvolvimento econômico. Brasília, 2018.

SEAE – SECRETARIA DE ACOMPANHAMENTO ECONÔMICO. Orçamento de Subsídios da União. Relatório do Governo Federal sobre a evolução dos gastos tributários e benefícios financeiros no período 2003 a 2016. Brasília: SEAE, 2017.

SOUZA, JR., J. R. Produto potencial: onde estamos? Para onde vamos? In: GIAMBIAGI, F.; PORTO, C. (org.). *Propostas para o governo 2015/2018*. Rio de Janeiro, 2014.

SQUEFF, G. *Desindustrialização*: luzes e sombras no debate brasileiro. Brasília: Ipea, 2012. (Texto para Discussão, n. 1.747)

TAFNER, P.; BOTELHO, C.; ERBISTI, R. (org.). *Reforma da previdência* – a visita da velha senhora. Brasília: Editora Gestão Pública, 2015.

TESOURO NACIONAL. *Boletim de finanças dos entes subnacionais*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2017.

TINOCO, G. Regras fiscais no Brasil: uma análise da PEC 241. *Revista do BNDES* 47, p. 259-308, junho de 2017.

THE WORLD BANK. *Doing business 2018*. Equal Opportunity for All. 15th Edition, 2017.

Sites e bancos de dados

BANCO CENTRAL. Estatísticas Fiscais – <https://www.bcb.gov.br/htms/notecon3-p.asp>.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL – <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/index.aspx>.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. Contas Nacionais Trimestrais – <https://ww2.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/defaultcnt.shtm>.

______. Projeção da População do Brasil. <https://www.ibge.gov.br/apps/populacao/projecao/>.

SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL. Resultado do Tesouro Nacional – <http://www.tesouro.fazenda.gov.br/pt_PT/resultado-do-tesouro-nacional>.

THE CONFERENCE BOARD TOTAL ECONOMY DATABASE – <https://www.conference-board.org/data/economydatabase/>.

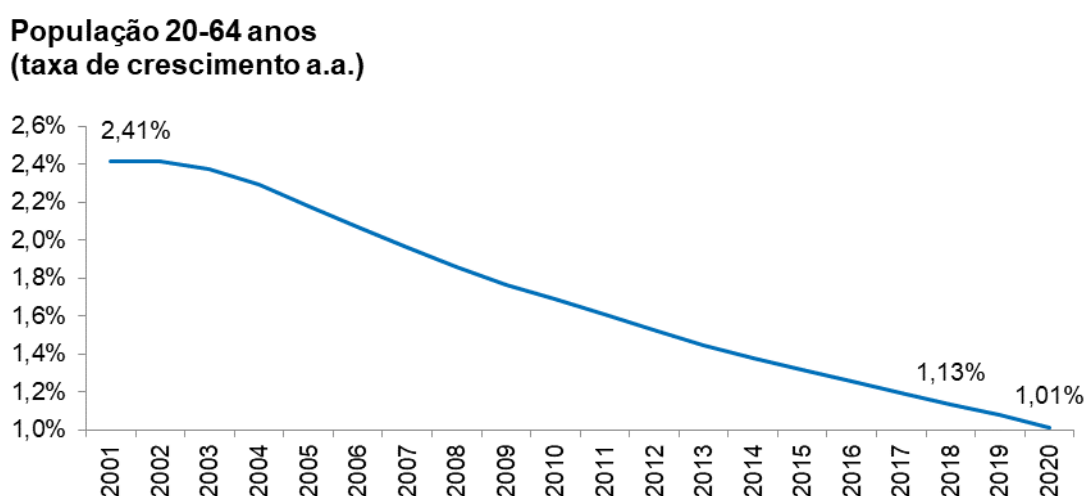
Apêndice 1 – Tabela projeções 2018 a 2023

Variável	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB (var. % a.a.)	2,5	2,7	2,9	3,0	3,2	3,4
Inflação média (var. % a.a.)	3,2	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
PIB (R$ bilhões correntes)	6.941	7.376	7.853	8.375	8.947	9.575
FBCF (var. % a.a.)	6,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Taxa de investimento (preços correntes)	16,1%	16,8%	17,5%	18,2%	18,8%	19,5%
Cons. famílias (var. % a.a.)	2,2	2,6	2,3	2,9	3,2	3,5
Cons. governo (var. % a.a.)	1,0	0,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Exportações (var. % a.a.)	4,7	4,5	5,4	4,0	3,8	3,4
Importações (var. % a.a.)	6,6	5,6	5,5	5,6	5,6	5,6
Agropecuária (var. % a.a.)	-2,4	0,8	2,0	2,0	2,0	2,0
Indústria (var. % a.a.)	4,2	2,9	3,3	3,9	3,4	3,2
Serviços (var. % a.a.)	2,4	2,7	2,2	2,4	2,8	3,2

Obs.: A desagregação entre componentes de oferta e de demanda foi realizada por meio de exercício de consistência, combinando hipóteses (como no caso do investimento e consumo do governo), *Focus* (agropecuária) e relações observadas no longo prazo (como FBCF e indústria).

Apêndice 2 – Crescimento do PIB potencial

O exercício apresentado ao longo do texto no cenário de referência vislumbra um crescimento do PIB potencial médio de 2,2% no período 2018-2023. Em parte, a dificuldade de alcançar uma velocidade maior de crescimento decorre das tendências demográficas em curso. O Gráfico A1 mostra a evolução anual da taxa de crescimento da população entre 20 e 64 anos. Em 2001, esse segmento da população crescia a uma taxa de 2,41%. Desde então, vem caindo linearmente, atingindo 1,13% em 2018 e 1,01% em 2020.

Gráfico A1 – Evolução anual da taxa de crescimento da população entre 20 e 64 anos

Fonte: IBGE – Projeção da População do Brasil.

Essa tendência se reflete na queda do crescimento do PIB potencial, como pode ser visto com maior clareza por meio da contabilidade do crescimento. Para isso, parte-se da equação apresentada na seção 7:

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha} L_t^{1-\alpha}$$

que pode ser reescrita como:

$$\log Y_t = \log A_t + \alpha . \log K_t + (1 - \alpha) . \log L_t$$

indicando que a taxa de crescimento do PIB potencial pode ser aproximada por uma função linear das taxas de crescimento da PTF, do estoque de capital e do estoque de trabalho, da seguinte maneira:[27]

$$\dot{Y} = \dot{A} + 0{,}4 * \dot{K} + 0{,}6 * \dot{L}$$

[27] Já substituindo o alfa por 0,4, valor adotado nos exercícios do texto.

na qual as variáveis com ponto em cima indicam taxa de crescimento. Utilizando esta expressão, verifica-se que a contribuição do crescimento do estoque potencial de trabalho cai de 1,4 (equivalente a 2,41 multiplicado por 0,6) em 2001 para 0,6 ponto percentual (correspondente a 1,01 multiplicado por 0,6) em 2020, retirando, portanto, quase 1 ponto percentual em relação ao crescimento do PIB potencial observado no início dos anos 2000.

Outro fator que chama atenção em relação à evolução do PIB potencial no cenário de referência, apresentado no texto, é seu baixo crescimento inicial em 2018, de apenas 1,7%. Tal fato, como explicado, decorre da baixa taxa de investimento inicial (15,6% do PIB em 2017), prejudicada pela queda acumulada de 30% na FBCF nos últimos quatro anos.

O que teríamos de crescimento potencial, caso a taxa de investimento inicial fosse exógena, independentemente do cenário conjuntural?

A Tabela A2 apresenta os resultados, com diferentes hipóteses para o crescimento da PTF e para a taxa de investimento. Neste exercício, mantêm-se a relação estoque de capital/PIB, a taxa de depreciação do capital e a variação do estoque de trabalho utilizadoas no cenário de referência.

Tabela A2 – Crescimento potencial hipotético 2018 a 2023 (% a.a.)

Cresc. PIB potencial médio (2018-2023)		PTF				
		0,0%	**0,5%**	**1,0%**	**1,5%**	**2,0%**
FBCF/PIB	**17,0%**	1,3%	1,8%	2,4%	2,9%	3,4%
	18,5%	1,5%	2,0%	2,6%	3,1%	3,6%
	20,0%	1,7%	2,2%	2,8%	3,3%	3,8%
	21,5%	1,9%	2,4%	3,0%	3,5%	4,1%
	23,0%	2,1%	2,6%	3,2%	3,7%	4,3%
	24,5%	2,2%	2,8%	3,3%	3,9%	4,4%

Fonte: Elaboração própria.

Obs.: Crescimento médio anual da mão de obra: 0,99%.

Observa-se que com uma taxa de crescimento da PTF de 0,5%, uma taxa de investimento de 17,0% do PIB comporta um crescimento anual do produto potencial em estado estacionário de apenas 1,8%. Entretanto, a taxa de crescimento poderia aumentar para 2,8%, se fosse possível obter um crescimento de 1,0% da PTF juntamente com taxa de investimento em 20,0% do PIB. Para almejar taxas sustentáveis de 3,5% ou mais, seria necessário ter uma PTF de 1,5% e um investimento acima de 21,5% do PIB.